



UNIVERSITETET I AGDER

Verdsettelse av DOF ASA

Alexander Aalvik

Veileder

Leif Atle Beisland

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2012

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Institutt for økonomi

Innhold

Forord	7
Introduksjon	8
Valg av tema	9
Sammendrag	10
1.Presentasjon av DOF ASA	11
1.1 Selskapets historie.....	13
1.2 Selskapets struktur	14
1.3 Selskap i DOF ASA konsernet.....	14
1.4 Investeringer i direkte eiede datterselskap.....	15
1.4.1 DOF Egypt.....	16
1.4.2 Norskan AS	16
1.4.3 DOF Management AS	16
1.4.4 DOF Rederi AS.....	16
1.4.5 DOF UK Ltd	16
1.4.6 DOF Subsea Holding ASA.....	17
1.4.6 Marin IT AS	17
1.4.8 PSV Invest I AS	17
1.4.9 DOF Holding Pte	17
1.5 Konsernets virksomhet.....	18
1.6 Presentasjon av fartøyene i flåten	19
PSV.....	19
AHTS	19
CSV	19
ROV	19
1.7 Presentasjon av selskapets styre og ledelse.....	20
1.7.1 Styret	20
1.7.2 Ledelsen.....	22
1.8 Selskapets aksjonærer.....	23
1.9 Aksjeutviklingen 2007 – 2011.....	24
2. Presentasjon av offshore supply næringen.....	25
2.1 Offshore supply industrien i Norge	25
2.2 Kort om grunnlaget for offshore supply industrien i Norge	25

2.3 Informasjon om bransjen	25
2.4 Norske Offshore Supply selskap	26
2.4.1 Farstad Shipping ASA	26
2.4.2 Solstad Offshore ASA (SOFF)	27
3. Analyse av olje og oljenæringen	28
3.1 Den generelle utviklingen i oljeprisen	28
3.1.1 Utviklingen av oljepris i analyseperioden	29
3.1.2 Framtidsutsiktene til oljeprisen	30
3.1.3 Vekst i etterspørsel etter olje	31
4 DOF ASA sin posisjon i 2010 og framtidsutsikter	32
5. Drøfting av verdsettelsesmetoder	33
5.1 Valg av Verdsettelsesmodeller	35
6. Fundamental verdsettelse	36
7. Strategiske analyser	37
7.1 SWOT analyse	37
7.1.1 Styrker	38
7.1.2 Muligheter	38
7.1.3 Trusler	39
7.1.4 Svakheter	39
7.1.5 Konklusjon av SWOT analysen	40
7.2 Vrio analyse	42
7.2.1 Finansielle ressurser	43
7.2.2 Fysiske ressurser	44
7.2.3 Organisatoriske ressurser	44
7.2.4 Menneskelige ressurser	44
7.2.5 Oppsummert Vrio analyse for DOF ASA	45
7.2.6 Konklusjon av den strategiske analysen	46
8. Regnskapsanalyse	47
8.1 Formål med Analysen	47
8.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	47
8.1.2 Valg av periode	48
8.1.3 Valg av analysenivå	49
8.1.4 Valg av sammenligningsgrunnlag	49
8.1.5 Avgrensninger for min analyse	49

8.2 Presentasjon av DOF ASA sitt tabellerte årsregnskap for årene 2007-2010.....	50
8.2.1 Presentasjon av DOF ASA sin tabellerte balanse for årene 2006-2010	51
8.2.2 Balanse egenkapital og gjeld.....	52
8.2.3 Omstrukturering for analyse	53
8.2.4 Dirty surplus	53
8.2.5 Endring i egenkapital gjennom analyseårene	53
8.3 Presentasjon av DOF ASA sitt reformulerte resultatregnskap for 2007-2010	54
8.4 Omstrukturert balanse	56
8.4.1 Presentasjon av DOF ASA sine driftsrelaterte eiendeler for årene 2006-2010	56
8.4.2 Presentasjon av DOF ASA sine finansielle eiendeler for årene 2006-2010.....	57
8.4.3 Presentasjon av DOF ASA sin alminnelige egenkapital for årene 2006-2010.....	58
8.5 Presentasjon av DOF ASA sitt oppdelte resultatregnskap i normale og unormale poster	59
8.5.1 Justering av regnskap i unormale og normale inntekter og kostnader	60
9. Analyse av risiko og beregning av avkastningskrav	61
9.1 Analyse av egenkapitalkrav	62
9.1.1 Avkastningskrav på egenkapital.....	62
9.1.2 Beregning av aksjebeta.....	63
9.1.3 Beregning av risikofri rente.....	65
9.1.4 Beregning av markedets risikopremie	65
9.1.5 Vurdering av likviditetspremie λ	66
9.1.6 Beregning av avkastningskrav på egenkapital.....	66
9.1.7 Diskusjon knyttet til kapitalverdimodellen	67
9.2 Analyse av gjeldskrav.....	68
9.2.1 Kredittrisiko og kredittrisikopremie.....	68
9.2.2 Valg av analysevariabler	69
9.2.3 Analyse av likviditet.....	70
9.2.4 Analyse av soliditet.....	73
9.2.5 Egenkapitalprosent	73
9.2.6 Rentedekningsgrad	74
9.2.7 Rentabilitet av hovedformål	76
9.2.8 Syntetisk rating	77
9.2.9 Syntetisk rating av DOF ASA og bransjen.....	78
9.2.10 Beregning av finansielt gjeldskrav	79

9.3 Oppsummering av risikoanalysen og beregning av vektet avkastningskrav på gjeld og egenkapital.	80
9.3.1 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad	80
9.3.2 Diskusjon av WACC modellen og mine forutsetninger	82
10. Analyse av selskapets avkastning	83
10.1 Beregning av ROCE	84
10.2 1. Grads dekomponering av ROCE	85
10.3 2. Grads dekomponering av ROCE	85
10.4 Beregning av RNOA	86
10.5 Beregning av FLEV	88
10.6 Beregning av SPREAD	89
10.7 Beregning av ATO	90
10.8 Beregning av PM	92
10.9 Konklusjon av lønnsomhetsanalysen	93
11. Analyse av vekst	94
11.1 Vekst og evne til å generere superprofitt	94
11.2 Vekst av nøkkeltall	95
11.3 Vekstprognose	95
11.4 Konklusjon av vekstanalysen	96
12. Budsjettering av fremtidsregnskap	97
12.1 Valg av budsjettperiode	97
12.2 Valg av verdidrivere	97
12.3 Vekst i driftsinntekter	98
12.4 Vekst i omløpshastighet	98
12.5 Vekst i driftseiendeler	99
12.6 Budsjettering av profittmargin	100
12.7 Presentasjon av fremtidsregnskapet	100
13. Beregning av aksjeverdi med totalkapitalmetoden og ved hjelp av modellen for superprofitt fra drift	101
14 Komparativ verdsettelse	103
15 Estimerte aksjeverdier sammenlignet med børsverdi for DOF den 30. desember 2010	106
16. Handlingsplan	107
17. Konkluderende kommentarer	108
Kilder	110
Internett	110

Andre Rapporter.....	114
Årsrapport og Kvartalsrapport	114
Tabell	114
Figur	117
Forelesningsmateriell	119
Bøker	119
Artikler	120
Vedlegg Beregning av beta.....	121

Forord

Masteroppgaven er skrevet som min avslutning på masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder våren 2012. I oppgaven retter jeg fokuset mot et børsnotert selskap som jeg ønsker å analysere og utarbeide en verdsettelse av.

Ettersom jeg personlig har en stor interesse for shipping/rederidrift falt valget mitt på DOF ASA som driver med offshore supply og subsea tjenester. I løpet av våren 2012 har jeg jobbet intensivt med oppgaven som viste seg å være krevende men også en svært lærerik utfordring. I forbindelse med gjennomføringen av oppgaven er jeg takknemlig for de som har støttet meg og som har kommet med gode innspill, samtidig som de har vært åpne for en rekke konstruktive diskusjoner.

Jeg vil benytte anledningen til å takke min veileder førsteamanuensis Leif Atle Beisland for hans positive innspill og informasjon, samt gode svar på mine spørsmål. Videre vil jeg rette en takk til førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå som har gitt meg tilgang til sitt forelesningsmaterieell i strategisk regnskapsanalyse som han har utarbeidet ved NHH.

Haugesund, 25. mai 2012

Alexander Aalvik

Introduksjon

I løpet av studietiden har jeg fattet stor interesse for temaet verdsettelse av selskaper gjennom kurs jeg har tatt i økonomi utdanningen min ved Universitetet i Agder samt ved å følge ulike selskap som er i aksjemarkedet. Arbeidet med masteroppgaven blir dermed en fin mulighet til å få gjennomført en større analyse av et børsnotert selskap, hvor jeg kan lære mer om hvordan selskapsstrukturen er bygd opp og hvor verdiene i et selskap ligger. Masteroppgaven markerer dermed en spennende avslutning på studiene mine.

Ved å verdsette et børsnotert selskap fikk jeg muligheten til bruke store deler av min lærdom fra studietiden ved UiA samtidig som jeg kunne videreutvikle denne og tilegne meg ny kunnskap. Masteroppgaven ble således en fin oppsummering samtidig som det er en nyttig erfaring som jeg håper å kunne dra nytte av videre i karrieren.

Valg av tema

I masteroppgaven skal jeg gjennomføre en fundamental verdsettelse av det børsnoterte selskapet DOF ASA der verdsettelsestidspunktet vil være den 31.desember 2010. Jeg vil gjennom verdsettelsesprosessen gi et innblikk i virksomheten og analysere relevant informasjon for å avdekke faktorer som jeg antar har innvirkning på selskapets verdi. Min oppgave er å fungere som en ekstern analytiker for selskapet, noe som krever at jeg må være objektiv i min bedømmelse når jeg tolker relevant informasjon.

For å kunne gjennomføre verdsettelsen av DOF ASA vil jeg undersøke faktorer som påvirker selskapet internt og eksternt. Jeg gjør derfor en strategisk vurdering av selskapet ved bruk av relevant teori og ulike metoder. Videre vil jeg ta i bruk ulike analyseverktøy i arbeidet med å utføre en regnskapsanalyse der målet er å skape et investorrelatert perspektiv. Informasjonen vil bli analysert for å kunne avdekke driverne til vekst og profitt.

Den opparbeidede informasjonen fra analysene vil jeg benytte i prosessen med å beregne DOF ASA sin reelle verdi. Dette gjøres ved hjelp av ulike analyser og bruk av verdsettelsesmetoder som vil bli drøftet senere i masteroppgaven.

Mitt estimat vil bli sammenlignet med aksjens omsetningsverdi på Oslo Børs den 30.desember 2010, for å kunne vurdere om markedet priser aksjen ulikt. Selskapet og bransjen som analyseres er offentlige selskap slik at all relevant informasjon er fritt tilgjengelig. Dette er viktig for å kunne skaffe til veie den nødvendige informasjonen som jeg er avhengig av i arbeidet med å analysere selskapet og utarbeide verdsettelsen slik jeg ønsker.

Sammendrag

Formålet med masteroppgaven er å verdsette selskapet DOF ASA den 31. desember 2010. Estimater vil bli vurdert i forhold til aksjeprisen på Oslo Børs og tilnærmingen er basert på bruk av relevant informasjon og modeller innenfor temaet verdsettelse.

I første del av oppgaven presenteres DOF ASA, og det gis en kort introduksjon av offshore supply industrien i Norge som virksomheten driver innenfor. Selskapene Solstad Offshore ASA og Farstad Shipping ASA danner grunnlaget for bransjen og brukes videre som benchmark i oppgaven. Virksomhetene leverer tjenester innen oljenæringen og offshore supply industrien. Inntektsgrunnlaget avhenger sterkt av oljeprisutviklingen. Prognoser for fremtidig etterspørsel og letevirkosomhet etter olje er viktige faktorer som vil bli undersøkt nærmere fordi det gir indikatorer på framtidsutsiktene til DOF ASA.

Selskapets interne og eksterne forhold blir analysert gjennom en strategisk analyse i form av SWOT modellen som vurderer DOF ASA sin strategiske posisjon, samt VRIO modellen der selskapets ressurser vurderes i forhold til konkurransemessige fordeler og potensialet for økt profitt. I den finansielle analysen har jeg omgruppert og justert finansregnskapet med tanke på å skape et investorrelatert perspektiv. Farstad Shipping ASA og Solstad Offshore ASA sine årsregnskap er også analysert, noe som fremkommer ved talldata brukt i oppgaven. I en risikoanalyse blir sammenhengen mellom risikoen som er knyttet til DOF ASA og dens avkastningskrav beskrevet nærmere og beregnet.

Nøkkeltall beregnes på grunnlag av tidligere analyser og vurderes sammen med annen relevant informasjon i en lønnsomhetsanalyse for å synliggjøre selskapets prestasjon. Ved hjelp av en vekstanalyse studeres selskapets utvikling i perioden og forventet vekst i markedet. Formålet med analysene er å isolere driverne til profitt og vekst som fungerer som indikatorer på den fremtidige utviklingen til selskapet. På grunnlag av informasjonen fra den fundamentale analysen brukes verdidrivere for profitt og vekst til beregning av selskapets fremtidsbudsjett. Verdifastsettelsen er gjort ved total kapitalmetoden der den driftsrelaterte superprofittmodellen er brukt og en komparativ analyse ved bruk av multiplikatormodellen som tar i bruk ulike tall basert på bransjen og DOF ASA.

Mine beregninger ga et verdiestimat på 78 kr for aksjen den 31. desember 2010 som er over omsetningsverdien på Oslo Børs. På grunnlag av dette anbefaler jeg kjøp av aksjen.

1. Presentasjon av DOF ASA



Kilde:(Dof.no)

Min presentasjon er basert på informasjon fra DOF ASA sin nettside og konsernets årsrapportene.

Selskapet DOF ASA ble startet i 1981 under navnet District Offshore AS og har siden utviklet seg til et konsern som er kjent for sine tjenester i store deler av verden. DOF ASA er i dag en stor aktør i markedet som består av en moderne offshore og subseaflåte. Aktivitetene som tilbys av selskapet er frakt og smarte ingeniørtjenester. Konsernets virksomhet strekker seg over et globalt område innenfor offshore supply og subsea markedet. Selskapet forsøker hele tiden å holde seg oppdatert innenfor sine fagfelt for å møte kundenes etterspørsel og for å holde sin posisjon i markedet som er preget av høy konkurranse. DOF ASA satser både på avanserte egneide og innleide subsea- og supply fartøyer samt å holde en høy kompetanse på sitt personal som består av omlag 3100 ansatte (Dof.no).

Konsernet skipsflåte deles opp i følgende tre hovedsegmenter:

- **Plattform supply skip = PSV**
- **Ankerhåndteringsfartøy = AHTS**
- **Konstruksjons- og Subsea fartøy = CSV**

Konsernets fartøyer og ingeniørselskap eies av brasilianske og norske datterselskaper. Antall skip og nybygg som eies av DOF konsernet per 31.desember.2010:

- **22 PSV**
- **23 AHTS**
- **25 CSV/ROV**
- **44 ROV'er og 1 AUV**

Selskapets hovedbase ligger på Storebø i Austevoll kommune, og konsernet kan sies å være internasjonalt, da det dekker markeder rundt om i store deler av verden. For at konsernet skal kunne gjennomføre sine oppdrag i sine ulike arbeidsområder rundt om i verden, er de organisert gjennom en operasjonell struktur der de har plassert sine hovedbaser i alle 5 verdensdeler og kontorer i flere store byer. For å kunne tilby spesielle tjenester innenfor subsea og undervanns operasjoner til den maritime næringen, eier DOF i tillegg 6 selskaper som besitter spesiell kompetanse innenfor disse områdene.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

1.1 Selskapets historie

I året 1981 ble selskapet District Offshore etablert. Selskapet utviklet seg raskt og posisjonerte seg som en større aktør i markedet. Allerede i de første årene sikret selskapet seg flere storkontrakter og datterselskap som spesialiserte seg innen PSV ble opprettet for å kunne dekke den økte etterspørselen fra oljeplattformene på norsk sokkel. Fremveksten av oljevirksomhet i Nordsjøen førte til at flere selskap ble grunnlagt og konsernet vokste. Styringen ble mer og mer omfattende slik at DOF Management ble etablert. Oddvar Stangeland ble ansatt som administrerende direktør og eierstrukturene ble endret gjennom at selskapet fikk inn en hovedaksjonær bestående av Møgster familien i 1987. I året 1989 hadde selskapet eierskap til 10 fartøyer.

I 1990 årene fortsatte en ekspansiv utvikling der det ble gjennomført en fusjon mellom DOF Shipping AS og District Offshore AS. Partene i virksomheten bestemte seg for at forretningsområdet innenfor fiskeri skulle blir solgt ut av selskapet og at fokuset videre skulle rette seg mot offshore virksomhet. For å sikre økt tilgang på kapital ble selskapet notert på Oslo Børs og størrelsen på virksomheten i året 1997 dekket 7 fartøy samt 4 kontrakter på nybygg.

I 2000 ble selskapet omstrukturert og fikk deretter navnet DOF ASA. Selskapet så sine ekspansjonsmuligheter og satset på markeder utenfor Norge. DOF ASA ingikk et samarbeid med Solstad ASA hvor de dannet selskapet Norskan Offshore Ltda. På grunn av de positive resultatene som prosjektet oppnådde ble det i de påfølgende årene grunnlagt flere nye prosjekt i dette samarbeidet. Administrerende direktør Oddvar Stangeland trakk seg i 2004 og stillingen ble overtatt av Mons S. Aase.

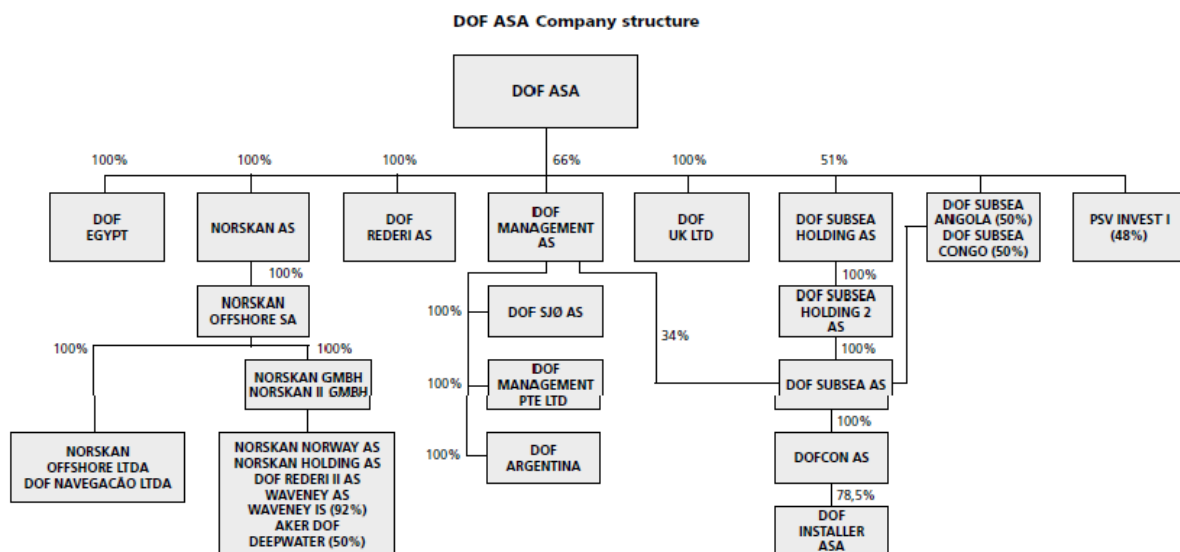
I 2007 ble DOF Subsea markedets største eier av konstruksjonsfartøy gjennom ulike oppkjøp. DOF ASA gjorde samtidig store investeringer og skrev under på kontrakter for å få bygd de største AHTS i markedet. I 2009 hentet DOF ASA inn frisk kapital for å sikre finansieringen av sine aktiviteter og for å støtte opp under strategien om videre vekst i markedene.

Kilde: (dof.no - The Story)

1.2 Selskapets struktur

DOF konsernet består av flere ulike selskaper og for å skape en oversikt over hvordan oppbyggingen og sammensetningen mellom de ulike selskapene er, vil jeg presentere følgende figur som detaljert beskriver konsernets eierstruktur mellom selskapene.

Morselskapet DOF ASA er det øverste organet som holder hele konsernet samlet og under finnes det ulike datter og datterdatterselskaper.



Figur 1 - Selskapets struktur

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

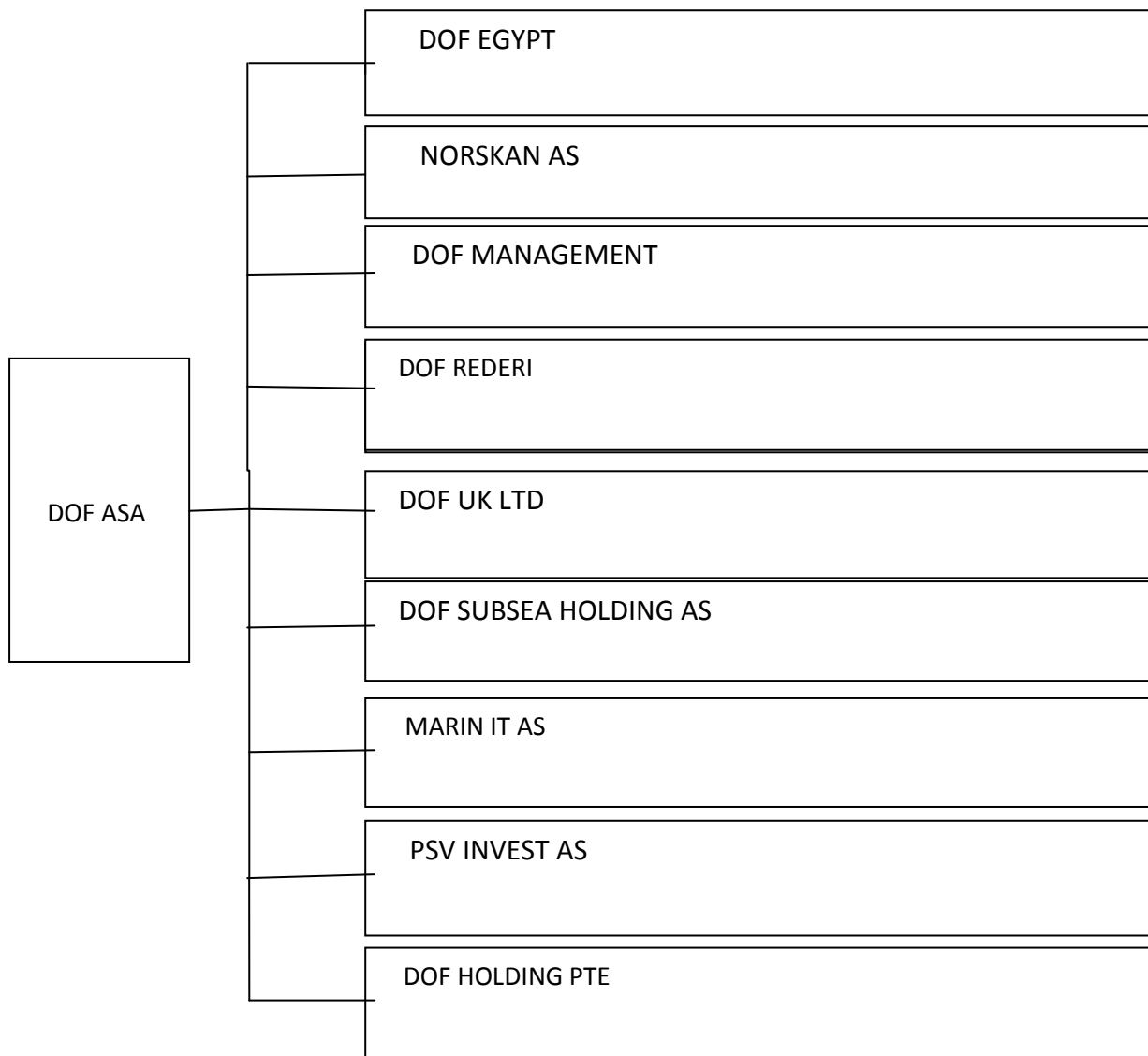
1.3 Selskap i DOF ASA konsernet

Som tidligere nevnt er DOF ASA et stort konsern som består av 9 direkte eide datterselskaper, i alt 46 datterdatter selskaper og 5 felleskontrollerte selskaper. Selskapene i DOF ASA er delt opp etter ulike arbeidsområder og kontorer fordelt over store deler av verden for å sikre en best mulig koordinering og utføring av aktiviteter som kreves i konsernet. Jeg velger å kun presentere de viktigste selskapene som er direkte eiede av DOF ASA.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

1.4 Investeringer i direkte eiede datterselskaper

Under kommer en figur og en kort presentasjon av DOF ASA (morselskapet) sine direkte eiede datterselskaper der jeg ønsker å gi en beskrivelse av deres arbeidsområder samt annen viktig informasjon om selskapene.



Figur 2 - Direkte eiede datterselskaper

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

1.4.1 DOF Egypt

Er et heleid datterselskap som har kontor i Kairo/Egypt. Firmaets hovedvirksomhet er innenfor rederi.

Kilde: (Dof.no)

1.4.2 Norskan AS

Er et heleid datterselskap og har kontor i Austevoll. Selskapet driver med rederivirksomhet og eier 35 fartøyer. De har spesialisert seg på utleie av skip til maritim næring samt spesielle undervannsfartøy til den brasilianske olje og gass industrien siden år 2000.

Kilde: (Norskan.com)

1.4.3 DOF Management AS

Er et direkte eid datterselskap (DOF ASA og DOF Subsea AS) og har kontor i Austevoll. Firmaets eier-og stemmeandel ligger på 100 %. Selskapets hovedvirksomhet ligger i ansvaret og driften av alle fartøyene som DOF gruppen råder over og andre selskaper som eier skip av rederiet.

Kilde: (Dof.no)

1.4.4 DOF Rederi AS

Er et heleid datterselskap med kontor i Austevoll som ble etablert i år 2000. Firmaets hovedoppgave er å styre konsernets rederivirksomhet.

Kilde: (Dof.no)

1.4.5 DOF UK Ltd

Er et heleid datterselskap og har kontor i Aberdeen/Skottland. Firmaets virksomhet er innen rederi og management.

Kilde: (Dof.no)

1.4.6 DOF Subsea Holding ASA

DOF Subsea Holding ble etablert i 2005 under navnet Geo ASA med en flåte av 10 skip. Flåten består i dag av 24 skip, 10 ROVs, 1 AUV og 1 Diving Spread. Firmaets kontor ligger i Austevoll og eie-og stemmeandelen ligger på 51 %. Hovedvirksomheten er offshore konstruksjon, support, prosjektledelse og engineering, survey og posisjoneringsoperasjoner, dykkeoppdrag og ROV operasjoner. Firmaet ble i 2008 tatt av Oslo Børs som følge av en omstrukturering av aksjeeierne.

Kilde: (dofsubsea.com)

1.4.7 Marin IT AS

Er et direkte eid datterselskap (DOF ASA og Austevoll Seafood AS) og har kontor på Austevoll. Firmaets eie-og stemmeandel ligger på 75 %. Firmaet ble etablert i Des.2009. Firmaets hovedvirksomhet er å tilby IT service for DOF ASA, DOF Subsea ASA og Austevoll Seafood ASA.

Kilde: (marinit.no)

1.4.8 PSV Invest I AS

Er et heleid datterselskap og har kontor i Oslo. PSV Invest I AS ble etablert 2007 og firmaets hovedvirksomhet er rederi som innebærer drift og utleie av skip.

Kilde: (Dof.no)

1.4.9 DOF Holding Pte

Er et direkte eid datterselskap og har hatt kontor i Singapore siden 2007. Firmaets eier-og stemmeandel ligger på 100 %. Firmaets hovedvirksomhet er rederi og management for Sør-øst Asia.

Kilde: (Dof.no)

1.5 Konsernets virksomhet

DOF ASA har som tidligere beskrevet vært engasjert i offshore supply bransjen siden 1981. I 2010 eies supply flåten stort sett av datterselskapene DOF Rederi/DOF UK Ltd. og NORSKAN AS. Videre eies supply flåten gjennom en 50% joint venture av Aker DOF Deepwater AS. Selskapets moderne supply og subsea flåte leverer smarte langsiktige service løsninger til et stadig voksende marked. Som en ledende operatør internasjonalt har selskapet store interesser i langtids kontrakter som garanterer flåten en stabil sysselsetting i fremtiden. DOF flåten eies av følgende selskaper:

	PSV	AHTS	CSV	Total
DOF ASA	17	3	3	23
NORSKAN OFFSHORE	7	12	2	21
DOF SUBSEA AS	0	0	21	21
DOF INSTALLER ASA	0	0	3	3
AKER DOF Deepwater AS	0	5	0	5
Total	24	20	29	73

Tabell 1- flåten

Kilde: (dof.no - The fleet)

1.6 Presentasjon av fartøyene i flåten

PSV

PSV = Platform Supply Vessels er skip som er utstyrt med et kunnskapsrikt mannskap og brukes til transport av olje relaterte produkter og forsyninger til offshore boring og til produksjon. PSV skipene er miljøvennlige og sikre fartøy som tilbyr supply tjenester til plattformer i hele verden. Oppdragene går stort sett på langsiktige kontrakter og selskapet har for tiden 21 slike skip ute på oppdrag.

AHTS

AHTS = Anchor Handling Tug Supply Vessels er skip som blir brukt til å sette anker for borerigger og til å slepe mobile borerigger på plass. Skipene har også utstyr for å kunne tilby ulike støttetjenester. Fartøyene opererer på langtidskontrakter i store deler av verden. Selskapet leier for tiden ut 14 slike skip.

CSV

CSV = Construction Support Vessels og Multi Purpose Support Vessels brukes til legging av undervannsrør og bygging under vann. Disse er de mest kompliserte fartøyene i hele DOF flåten. Selskapet har for tiden 31 slike skip ute på oppdrag.

ROV

ROV = Remotely Operated Vessel er undervanns roboter som gjennomfører ulike oppgaver. Disse blir fjernstyrt av spesielt trent personell om bord på CSV eller DSV fartøyer. ROVer er veldig allsidige og svært manøvrerbare ubåter. ROVer blir brukt for oppgaver som alt fra konstruksjon, supply og undervannsundersøkelser. Selskapet har 11 slike roboter i bruk.

Kilde: (dof.no - The fleet)

1.7 Presentasjon av selskapets styre og ledelse

Jeg vil presentere styret og ledelsen i DOF ASA for å se på deres bakgrunn og for å se på hvilke ressurser og kompetanser de har. Informasjon rundt deres kunnskap og valg er kritiske faktorer som er viktige å belyse fordi de er med på å påvirke selskapets suksess og utvikling.

1.7.1 Styret

Styret har ansvaret for å ta de overordnede avgjørelsene som er med på å påvirke selskapet som helhet. Deres beslutninger og valg av strategi er viktige oppgaver som må tas for å sikre at selskapet styres forsvarlig slik at det holder seg stabilt og forblir konkurransedyktig i markedet.

Selskapets styre består av 6 personer. Styret blir presentert med bakgrunnen at de har ledende posisjoner i selskapet.

Styremedlem Helge Møgster

Han er en stor investor i DOF ASA og Austevoll Seafood ASA. Med sin erfaring fra offshore supply og fiskeri bransjen har han styreposter i en rekke andre selskaper. Et av dem er i DOF Subsea AS.

Styremedlem Helge Singelstad

Har en bred utdannelse som ingeniør ved Ingeniørhøyskolen i Bergen og en Master i økonomi ved NHH samt første års jusstudiet fra Universitetet i Bergen. Han har videre bygget sin kompetanse fra forskjellige selskaper som driver innen olje, skipsutstyr og sjømatindustrien samtidig som han også er direktør og styreformann i ulike selskap hvor Austevoll Seafood ASA og Lerøy Seafood Group ASA kan nevnes.

Styremedlem Britt Mjellem

Fungerer som daglig leder hos selskapet Amesto People i Bergen. Hun har sin kompetanse innen bankvirksomhet og skipsbyggingsindustrien og kan vise til over 20 års erfaring innen valuta markeder, noe som er en viktig ressurs for DOF ASA som har en stor del av sitt inntektsgrunnlag i utenlandsk valuta.

Styremedlem Oddvar Stangeland

Kan vise til en lang karriere i DOF konsernet der han startet som teknisk direktør i 1982. Han har også vært leder for konsernet i årene 1985-2005. Videre er han sivilingeniør fra NTNU

Styremedlem Wenche Kjøløs

Jobber som daglig leder i Grieg Maturitas AS og har bred erfaring fra forskjellige norske og internasjonale selskaper som driver innenfor shipping, sjømat, seismikk samt matvarebransjen.

Styremedlem Mons S. Aase

Er sivilingeniør fra NTNU og har en Mastergrad i Business og Administrasjon fra NHH i Bergen. Mons S. Aase har erfaring fra finans og shipping bransjen. Han har vært del av DOF teamet siden 1998 og ble leder for DOF ASA i 2005.

Kilde:(Dof.no - The board)

1.7.2 Ledelsen

Det er ledernes ansvar å ta de rette avgjørelsene i den daglige driften og lede selskapet mot de målene som styret har vedtatt. De skal sikre at selskapets regler og struktur opprettholdes og støtte opp om vedtak slik at selskapet følger lover og regler og fungerer på en effektiv måte.

Mons S. Aase

I tillegg til hans posisjon i styret til DOF ASA er han direktør for DOF ASA.

Hilde Drønen

Er utdannet innen Business Administrasjon ved BI, Oslo og har en tittel i Business Management fra BI, Bergen. Hun har videre studert jus ved Universitet i Bergen. Hilde Drønen har vært Group controller for Møgster Gruppen fra 1995- 2004. Fra 2004 -2007 har hun vært finansdirektør ved DOF Management AS.

Mons Melingen

Har vært kaptein i DOF fra 1990 til 2001. Fra 2001 var han ansatt som leder for skipene i DOF ASA og siden 2008 har han vært direktør i DOF Management. Fra 2009 har han vært ansatt som Vise President Marine.

Arnstein Kløvrud

Han er sivilingeniør fra NTNU og er sjef for teknologiavdelingen i DOF ASA siden 2007. Arnstein Kløvrud har vært leder for skipene i DOF Management siden 2001. Videre har han jobbet i Det Norske Veritas og i shipping industrien.

Gary Kennedy

Er udannet ved University West of Scotland hvor han har en Bachelor i økonomi og finans. Han har erfaring innen fagområde for undervanns konstruksjons og utstyrs selskaper. Startet som finansiell leder i DOF UK i 2002, og ble i 2004 leder for DOF UK. I 2010 ble han ansatt som direktør i DOF ASA.

Kilde: (Dof.no -The Management)

1.8 Selskapets aksjonærer

Under finnes en liste over de største aksjonærene til DOF ASA. Aksjen er notert på Oslo Børs under ticker DOF. De 14 største aksjonærene sitter på omlag 80 % av aksjebeholdningen. Hovedaksjonær i selskapet er Møgster Offshore AS med over 50 % av aksjene. En rekke investeringsselskaper er også eiere, med Odin Norge, Pareto Aksje Norge og Skagen Vekst blant de største aksjonærene.

Aksjonærer pr 31.12.2010	2010	
	Antall aksjer	Eierandel
MØGSTER OFFSHORE AS	46 210 050	50,76%
ODIN NORGE	6 044 552	6,64%
SKAGEN VEKST	4 954 800	5,44%
PARETO AKSJE NORGE	4 901 407	5,38%
PARETO AKTIV	2 233 300	2,45%
MP PENSJON PK	1 845 600	2,03%
ODIN OFFSHORE	1 751 900	1,92%
PARETO VERDI	1 008 898	1,11%
VESTERFJORD AS	873 650	0,96%
DNB NOR SMB	800 000	0,88%
MUSTAD INDUSTRIER AS	590 000	0,65%
HOLBERG NORGE	515 550	0,57%
MOCO AS	498 100	0,55%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	415 015	0,46%
PACTUM AS	400 000	0,44%
CITYBANK N.A. NEW YORK BRANCH	390 565	0,43%
ODIN NORGE II	380 340	0,42%
FORSVARETS PERSONELLSERVICE	356 200	0,39%
ODIN MARITIM	339 800	0,37%
POSH AS	282 600	0,31%
WARRENWICKLUND NORGE		
VPF NORDEA SMB		
Sum	74 792 327	82,16%
Øvrige aksjonærer	16 245 648	17,84%
Sum	91 037 975	100,00%

Tabell 2 - aksjonærer

Kilde: (DOF – Årsrapport 2010)

1.9 Aksjeutviklingen 2007 – 2011

Oversikt over utviklingen i aksjeprisen gjennom perioden



Figur 3 - Selskapets aksjeutvikling i analyseperioden 2007-2010

Kilde: (Hegnar.no)

Grafen viser utviklingen til DOF ASA gjennom analyseperioden fra året 2007 og frem til år 2011. Som man kan se på grafen, har selskapet hatt en varierende utvikling de siste årene. Etter en kort oppgang i 2007 begynte nedgangsperioden hvor aksjen falt dramatisk på slutten av 2008 til sitt bunnivå. Da hadde verdien til aksjen redusert seg til en tredjedel av sin høyeste verdi i midten av 2007. Også volum antall omsatte aksjer falt i denne perioden. Denne urolige perioden kom som følge av finanskrisen som hadde fått verdensomspennende konsekvenser, der problemene i finansmarkedene førte til at oljeprisen ble påvirket negativt. Supply offshore bransjen fikk dermed mindre oppdrag samtidig som investeringslysten hos investorene falt noe som ga negativt utsalg i aksjeprisen. Etter nedgangen ser man en stigende trend som trolig er en følge av bedringer i markedet etter den vanskelige tiden i finansmarkedene. Aksjekursen har fra begynnelsen av 2009 hvor også økonomien startet å komme seg etter finanskrisen hatt en stigende utvikling frem til året 2011 (Saunders & Cornett, 2012).

Den 30. desember 2010 var omsetningsverdien for aksjen 49,38 kr (Oslo Børs, 2010).

2. Presentasjon av offshore supply næringen

2.1 Offshore supply industrien i Norge

I denne delen av oppgaven ønsker jeg kort å forklare grunnlaget for at vi har offshore supply industri i Norge. Videre vil jeg beskrive bransjen til DOF ASA samt gi en presentasjon av DOF konsernet og to selskap innenfor offshore supply industrien i Norge.

2.2 Kort om grunnlaget for offshore supply industrien i Norge

Norge ligger veldig godt strategisk til for industrier innen sjøfart med sin langstrakte kyst. Dette har bidratt til at vi har blitt en av verdens ledende skipsfartsnasjoner, og det har utviklet seg et kunnskaps nettverk som sprer kompetanse innenfor industrien. De enorme oljeforekomstene utenfor kysten har dannet grunnlaget for oljenæringen og en rekke suksessrike selskap i Norge med et høyt kunnskapsnivå som har spesialisert seg innenfor industrien. Flere av selskapene innen offshore supply bransjen opererer i utlandet, og staten har aktivt gått inn for at bransjen skal forbli konkurransedyktige. Norge har dermed fått noen av de største og mest moderne offshore selskapene på verdensbasis.

Kilde: (Rederi.no)

2.3 Informasjon om bransjen

DOF rederiets virkeområde er innenfor offshore supply bransjen. Firmaet er aktør i et internasjonalt marked av offshore supply tjenester til oljeselskaper. Selskap som driver i offshore supply bransjen har spesiell kompetanse innenfor områder som ligger utenfor oljeselskapenes fagfelt og ivaretar disse. Tjenestene som tilbys av supply og subsea skipene er blant annet ankerhåndtering, utførelse av konstruksjoner og diverse forsyninger til olje plattformer.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

2.4 Norske Offshore Supply selskap

Med et av de største og høyest utviklede petroleumsmarkedene i verden, har vi i Norge som tidligere nevnt flere store internasjonale selskaper innenfor supply offshore næringen. Flere av selskapene finner vi notert på Oslo Børs. I analysen av bransjen har jeg tenkt å presentere to selskaper kort, begge har noenlunde lik oppbygging som DOF konsernet. Selskapene jeg vil se nærmere på er Farstad ASA og Solstad Offshore ASA. Her kommer en kort introduksjon av de to selskapene (Jakobsen, 2011).

2.4.1 Farstad Shipping ASA

Selskapet Farstad Shipping ASA ble etablert I 1973 i Ålesund og er et av de første offshore selskapene i markedet. Farstad eier en moderne offshore support flåte bestående av 57 fartøyer og 8 fartøy (6 PSV og 2 AHTS)som er under bygging. Flåten består i dag av følgende fartøyer:

- 32 AHTS
- 22 PSV
- 3 Subsea fartøyer

16 av fartøyene er satt inn på oppdrag i Nordsjøen, Brasil og Australia. Selskapet ble i 1988 børsnotert og er i dag med 1970 ansatte et internasjonalt konsern med kontorer i byer rundt om i verden som Aberdeen, Melbourne, Perth, Singapore, Macao og Rio de Janeiro.

Selskapets eierstruktur der Farstad familien har en andel på 46%, viser at det er knyttet langsiktige eierinteresser til virksomheten.

Kilde: (Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2010)

Aksjeprisen ligger på 175,00 kr. fordelt på 39 000 000 aksjer den 30. desember.2010 (Oslo Børs, 2010).

2.4.2 Solstad Offshore ASA (SOFF)

Selskapet Solstad Offshore ble etablert i 1964 som Solstad rederi av Johannes Solstad i Skudeneshavn på Karmøy. Solstad drev i de første 10 årene en flåte på 10 cargo fartøyer. I 1973 begynte selskapet i tillegg å tilby offshore supply tjenester. Selskapet disponerte i starten 4 supply fartøyer. I de 2 neste årene utvidet de flåten med 6 nye plattform supply skip (PSV) og 3 nye anker-support fartøyer (AHTS). Fra 1982 til 1998 tilbød selskapet både offshore/supply tjenester og bulk carriers transport under navnet Solstad Offshore ASA. I løpet av de neste 8 årene tilbød selskapet bare tjenester gjennom sine offshore supply fartøyer. I 1996 ble selskapet omstrukturert og flåten deltes inn i 3 hovedkategorier av fartøyer:

- CSV = Construction Service Vessels
- AHTS = Anchor Handling Tug Supply vessels
- PSV= Platform Supply vessels

Solstad har vært en internasjonal aktør på markedet siden 1996. Selskapets strategi er å yte høykvalifiserte tjenester og kundevennlige løsninger til offshore markedet innen oljerelaterte aktiviteter gjennom en heleid eller innleid flåte av fartøyer.

Selskapet setter stor fokus på helse, miljø og sikkerhet. Dette gjelder både for de ansatte, arbeidsplassene og for fartøyene slik at ethvert utslipp av giftige materialer underligger en streng kontroll. Selskapet har kontorer i Skudeneshavn, Aberdeen, Rio de Janeiro og i Singapore. Selskapet ble børsnotert i oktober 1997. Ved utgangen av 2010 har selskapets aksje en verdi pålydende 116 kr og antall aksjer ligger på 37 589 593.

Kilde: (solstad.no)

3. Analyse av olje og oljenæringen

Som tidligere beskrevet lever DOF ASA av å tilby ulike tjenester til oljenæringen. Selskapets inntektsgrunnlag er derfor kritisk avhengig av at markedet etterspør tjenester knyttet til deres kompetanseområde. På grunnlag av dette, ønsker jeg å undersøke faktorer som er viktige for å kunne vurdere DOF ASA sine framtidsutsikter. Jeg velger derfor å se på hvordan forventet pris på olje har vært i analyseperioden samt å se på fremtidige prognoser for pris og etterspørsel etter olje.

3.1 Den generelle utviklingen i oljeprisen



Figur 4 - Utvikling i oljepris fra 1998-2011

Kilde: (detnor.no - Årsrapport 2010)

Oljeprisen har gjennom de siste 10 årene før finanskrisen i 2008 hatt en veldig gunstig prisutvikling. Gjennom analyseperioden har man sett at oljeprisen har utviklet seg i positiv retning frem til det kom et kraftig fall som følge av finanskrisen i slutten av 2008. Etter at verdensøkonomien begynte å stabilisere seg, kan man se at prisen på oljen har beveget seg sterkt oppover. Man kan se på oljeprisen som et barometer på hvordan situasjonen i verdenssamfunnet er. Krig, naturkatastrofer og miljøpolitikk har innflytelse på oljeprisens utvikling. Andre faktorer som påvirker oljemarkedet er utviklingen i Midtøsten og den teknologiske fremgangen. Ustabil oljepris skaper uro i verden og omvendt. I tillegg fører redselen for begrensede resurser, produksjonskapasitet og spekulasjoner til endring i oljeprisen. Oljeprisen blir uthandlet på de internasjonale råvare /oljebørsene rundt om i verden. Den avhenger i stor grad av kvaliteten på oljen der det er forskjell mellom svovelinnholdet og energi tetthet av oljen. Norge produserer kvalitetsmessig god olje. I Europa er de viktigste råoljesortene BRENT (Nordsjøolje) og i Nord-Amerika WTI. Synkende oljepriser har som konsekvens at etterspørselen for å fylle lagrene vokser noe som igjen fører til en kortfristig stigning av oljeprisen i Europa og Amerika.

Kilde: (Olje-og energidepartmentet - regjeringen.no)

3.1.1 Utviklingen av oljepris i analyseperioden

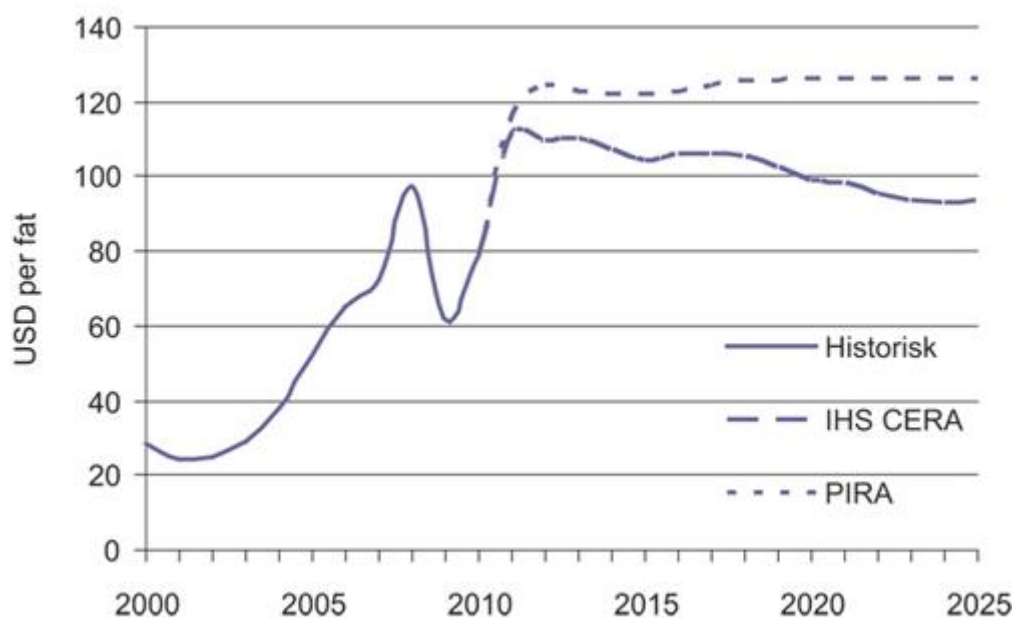
I de siste 5 årene lå gjennomsnittsprisen på 70 USD per fat. Ser man tilbake til 1990-årene kan man registrere at prisen per fat lå på under 20 USD. I årene etter 2000 til 2009 har oljeprisen variert en del og ligget mellom 30 og 140 USD. I 2008 hadde oljeprisen nådd 142 USD før finanskrisen førte til et bredt fall i oljeprisen. Prisen per fat falt dermed til 40 USD i ved enden av 2008 (Saunders & Cornnet, 2012). Fra 60 USD per fatet i 2009 har den steget opp til 90 USD i begynnelsen av 2010.

Kilde: (Olje-og energidepartmentet - regjeringen.no)

3.1.2 Framtidsutsiktene til oljeprisen

Oljeprisens utvikling blir påvirket av flere ulike faktorer. Oljemarkedet er i permanent bevegelse og vekst. Oljeprisen har hatt en stigende tendens siden 2009 og har beveget seg fra sin laveste pris på 60 Dollar til 110 dollar i begynnelsen av 2011. I årene fremover til 2025 forventes den å ligge mellom 120 og 90 Dollar per fatet. Selskap innenfor oljebransjen vil dermed ha gode fremtidsutsikter, noe som betyr at selskap som DOF ASA kan forvente seg etterspørsel etter sine tjenester forutsatt at verdensmarkedene trenger olje.

Kilde: (Olje-og energidepartementet - regjeringen.no)

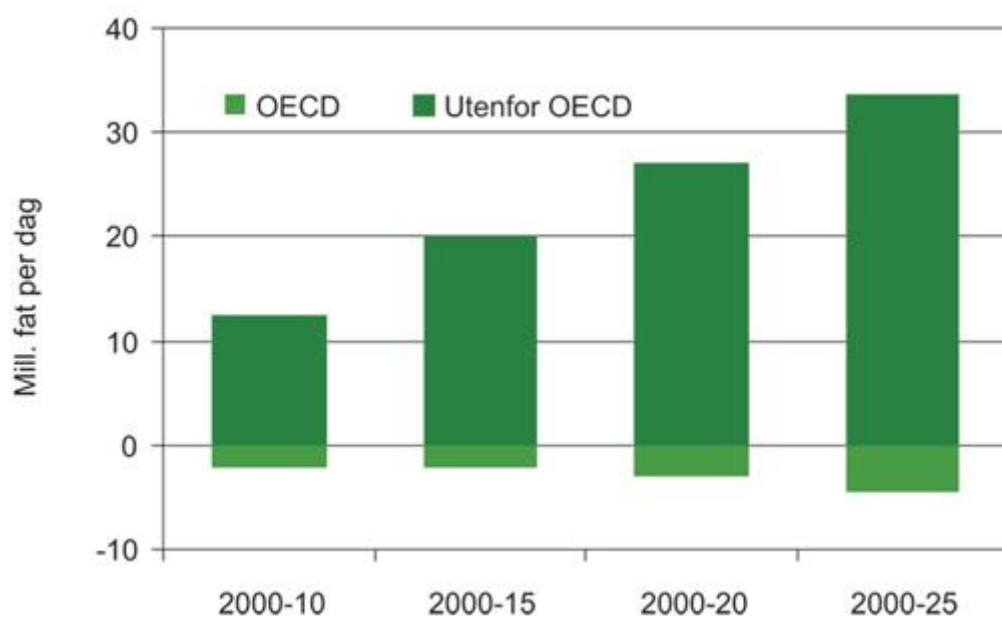


Figur 5 - Oljeprisens utvikling, historisk og framover (faste dollar)

Kilde: (Olje-og Energidepartementet - regjeringen.no)

3.1.3 Vekst i etterspørsel etter olje

Utfra tabellen over den forventede fremtidige utviklingen til oljeprisen som ble vist over, kan man se at det er lukrative tider for utvinning av olje i oljebransjen. Dette avhenger dog av at markedet etterspør denne naturressursen og er villig til å betale for den. I tabellen under kan vi se en oversikt over den forventede etterspørselen etter olje i fremtiden. Ut ifra beregningene vil etterspørselen etter olje vokse, noe som underbygger min påstand om at oljenæringen vil utvikle seg positivt i årene fremover.



Figur 6 - Akkumulert vekst i oljeetterspørselen (basisår 2000)

Kilde: (Olje-og Energidepartementet- regjeringen.no)

4 DOF ASA sin posisjon i 2010 og framtidsutsikter

Konsernet mener at de kan vise til en tilfredsstillende finansiell og økonomisk posisjon i 2010, og selv om markedet har vært mer urolig enn normalt de siste årene, så mener konsernet å være godt rustet da de bygger på langsiktige og bærekraftige verdier i økonomien. 2010 har vært et godt år for reforhandlinger av nye kontrakter og DOF ASA har inngått en betydelig andel av kontrakter for sin eksisterende flåte. De har samtidig sikret seg flere kontrakter for bygg av nye skip, hvor det kan nevnes at en av kontraktene, er den største som noensinne er inngått med en enkel kunde. Selskapets strategi er å sikre at hoved flåten er i oppdrag og de kan vise til en høy utnyttelsesgrad i 2010, samtidig som de kan vise til at 75% av skipene vil være på kontrakter i 2011 og 57% i 2012. Videre er de godt posisjonerte i sine markeder, med et ønske om å øke sin fokus på markedene i Australia og Brasil som ses på som spesielt lønnsomme i årene fremover. Dette tyder på at selskapet har en stabil og fungerende drift slik det kan forventes en positiv utvikling fremover.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

Jeg vil påpeke at min oppgave er å fungere som ekstern analytiker for selskapet i denne masteroppgaven, noe som innebærer at jeg bør være objektiv i arbeidet med å vurdere selskapets informasjonsmateriell. Selskapets årsrapporter og informasjon på hjemmesiden kan også tolkes som reklamemateriell for selskapene, noe jeg er klar over og vil forsøke å ta hensyn til i mine vurderinger.

5. Drøfting av verdsettelsesmetoder

I min masteroppgave ønsker jeg å bruke ulike former for analyser og verdsettelsesmetoder for å få en dypere innsikt i ulike teorier, modeller og over selskapets virksomhet. Hovedmålet mitt er å bruke relevant teori og informasjon for å kunne verdsette DOF ASA, jeg vil derfor først drøfte ulike verdsettelsesmetoder og basere mine valg ut ifra fra denne analysen.

Valg av verdsettelsesmetode er en svært viktig del av mitt arbeid som analytiker i denne masteroppgaven. For å kunne gjøre et best mulig valg av metode som passer mitt selskap best i verdsettelsesprosessen, bør jeg i prosessen være klar over at man har flere ulike alternative metoder å velge mellom når det gjelder verdsetting av selskaper. Et problem som kan oppstå ved vurdering av relevante modeller er at ulike modeller ofte blir favorisert i forskjellig faglitteratur, noe som kan gjøre det vanskelig for analytikeren som ønsker å finne en passende modell å få en objektiv nok presentasjon til å fatte en riktig beslutning. Jeg vil derfor undersøke hva forskjellig litteratur anbefaler av metoder. Dermed kan jeg vurdere modellenes styrker og svakheter for til slutt å velge den metoden som passer min verdsettelse best.

I artikkelen ”Valg av verdsettelsesmodell” av professor Frøystein Gjesdal (2012) som omhandler temaet valg av modell i verdsettelsessammenheng, fant jeg en rekke interessante synspunkter rundt temaet. Her fremkommer det at bruk av modeller som fanger opp kontantstrømmer ofte anvendes i verdsettelsessammenheng. Dette kan ha sammenheng med at disse modellene blir sett på som enkle å håndtere. Slike kontantstrømbaserte metoder har allikevel klare svakheter. Noe som blant annet belyses gjennom deres sirkulasjonsproblem, som vil bli forklart senere i min oppgave ved drøftingen av WACC modellen. Et annet problem er at modellen ikke klarer å vise om en økning i netto kontantstrøm har oppstått fordi investeringen har blitt redusert eller om inntjeningen har blitt bedre. En annen metode som beskrives er superprofittmetoden, som antas å ikke ha de samme problemene som kontantstrømmetoden. I verdsettelsesprosessen deler modellen verdien i tre deler, som består av bokført verdi, superprofittens nåverdi for perioden samt en terminalverdi for superprofitten. En negativ side ved denne modellen er at den kan være problematisk fordi superprofitten påvirkes av regnskapsføringen, noe som kan skape et feil bilde av superprofitten. Samtidig må det nevnes at den bygger på verdidrivere, noe kontantstrømmetoden ikke gjør. Dette er et viktig argument for bruk av denne metoden, siden dette er faktorer som beskriver virksomhetens reelle verdi. Det påpekes også at man skal være klar over at de ulike modellene som er beskrevet i realiteten gir samme verdi, så lenge man benytter de samme faktorene og forutsetningene i beregningen (Frøystein Gjesdal, 2012).

I Penman (2010) beskrives komparativ verdsettelse hvor beregning av selskapsverdi er basert på mindre informasjon og færre faktorer. Fremgangsmåten for verdiverdsettelsen er å estimere en verdi basert på ulike multiplikatorer som: Price/Earnings, Price/Book og Price/sales. Dette blir gjort ved hjelp av sammenlignbare selskap som har likhetstrekk med det analyserte selskapet. Dermed får man beregnet en verdi på selskapet som i stor grad er basert på faktorer utenfor selskapet i beregningsgrunnlaget. Et annet verdsettelsesverktøy som blir presentert er fundamental analyse som er en omfattende prosess der fremgangsmåten er å skaffe til veie nok relevant informasjon om selskapet for å kunne budsjettere forventet avkastning. Deretter utføres en verdsettelse basert på verdien av de gjennomførte beregningene. I metoden som beskrives argumenteres det for viktigheten ved å fokusere på fremtidige verdier som er en viktig faktor ved verdifastsettelsen, noe som mange modeller utelukker (Penman, 2010). Å fokusere på fremtidige inntekter i en verdsettelsesprosess støttes også i teorien rundt superprofitt som ble drøftet tidligere.

I boken *Verdsettelse i teori og praksis* av Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (1997) retter Siviløkonom Petter Dragesund fra NHH i sin teori fokus mot arbeidet med å verdsette selskaper som driver med skip og drøfter ulike verdsettelsesmetoder. Han beskriver to ulike fremgangsmåter som er basert på to forskjellige grupper av metoder, der den ene tar utgangspunkt i å verdsette selskap gjennom å fokusere på balansebaserte verdier, mens den andre gruppen tar for seg kontantstrømmene og beregner nåverdien av disse. Metodene der balanseverdien står i fokus, tar sikte på å beregne de reelle verdiene som selskapet sitter igjen med etter at alle krav er trukket fra. I praksis vil dette være eiendelene i balansen minus forpliktelsene som er knyttet til virksomheten. Ved de kontantstrømbaserte metodene verdsetter man selskapet ved å ta utgangspunkt i å beregne dagens verdi av den fremtidige kontantstrømmen som selskapet vil gi i sin levetid. Han konkluderer med at en kontantstrøm basert metode egner seg godt for å verdivurdere selskap som driver med skip (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 1997).

5.1 Valg av Verdsettelsesmodeller

Ved drøftingen av ulike verdsettelsesmetoder har jeg sett de negative og positive sidene ved flere modeller. Et viktig moment som ble belyst var relevansen ved å gjennomføre en prognose av den fremtidige avkastningen til et selskap som ble hensyntatt ved en fundamental verdsettelse. Dette forholdet er også støttet i teorien rundt superprofitt modellen som ble beskrevet i artikkelen til Professor Frøystein Gjesdal (2012).

Selv om det finnes positive sider ved en kontantstrømbasert tilnærming, som det ble konkludert av Petter Dragesund (1997) ved verdsettelse av selskap som driver med skip, ser jeg også de negative sidene og problematikken rundt teorien som er knyttet til kontantstrømbasert verdsettelse. På grunnlag av dette velger jeg å ikke basere min analyse av verdien til DOF ASA ut ifra fremtidige kontantstrømmer. Istedet vil jeg utføre en fundamental verdsettelse der jeg til slutt beregner DOF ASA sin aksje verdi ved hjelp av total kapitalmetoden med superprofitt fra drift. Dermed vil jeg også studere selskapet og bransjens avkastning og vekst gjennom perioden. Da driverne til verdi er en viktig del i denne prosessen (Penman, 2010).

Professor Frøystein Gjesdal (2012) hevder i sin artikkel ”Valg av verdsettelsesmodell ” at bruk av flere ulike modeller kan gi en dypere innsikt. Da et av mine mål før valg av verdsettelsesmodell var å få en dypere innsikt i modellene og prosessene som jeg anvender, for at min analyse skal kunne fange opp de viktigste faktorene innenfor verdsettelse, velger jeg også å utføre en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen ved å beregne verdien ved hjelp av forholdet mellom DOF ASA sine verdier og verdien til tilsvarende selskap som er i bransjen. Dermed får jeg sett effekten av en modell som i større grad bruker utenforstående faktorer i verdsettelsessammenheng. Bruk av flere modeller sikrer dermed at min konklusjon av selskapets aksje verdi er basert på et bredere grunnlag av analyser, samtidig som det kan være til hjelp for å kunne kontrollere om mine beregninger fanger opp det jeg ønsker å analysere, for å sikre at min konklusjon er basert på en realistisk verdi på selskapets aksjer (Frøystein Gjesdal, 2012).

6. Fundamental verdsettelse

Oppgaven vil i hovedtrekk følge en fundamental analyseprosess, der et viktig argument for at jeg har valgt å bruke denne analyseformen er at den tar for seg et viktig aspekt som mange andre verdsettelsesmetoder ikke dekker, nemlig å forsøke å forutse og lage en prognose av den fremtidige avkastningen til selskapet, slik at man kan beregne hva verdien av denne profitten er i dag. Informasjon om forventningene til fremtidig avkastning er meget viktig når man skal gjennomføre en grundig verdsettelse og bør ikke utelukkes. Dette er fordi aksjeverdien ikke kun kan baseres på balanseverdier, men også avhenger av selskapets mulige inntjeningspotensial i fremtiden (Penman, 2010).

Selve prosessen for den fundamentale verdsettelsen bygger i følge Penman (2010) på fem steg som jeg har tenkt å legge vekt på i min oppgave:



Figur 7: Steg for fundamental verdsettelse

7. Strategiske analyser

Strategiske analyser

Jeg vil som del av min strategiske analyse gjennomføre en SWOT analyse for å kunne få mer informasjon om selskapets interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet og en VRIO analyse for å studere og få en dypere innsikt i selskapets ressurser. Den opparbeidede kunnskapen brukes til å vurdere selskapets strategiske posisjon i markedet.

7.1 SWOT analyse

I følge Kotler (2004) tar SWOT analysen for seg å undersøke et selskaps sterke og svake sider, muligheter og trusler. Informasjonen får jeg ved å studere selskapet, ressursene samt mikro og makroøkonomiske faktorer som har strategisk relevans for virksomheten. Analysen gir dermed en pekepinn på hvordan selskapet er posisjonert i markedet. Analysen skiller mellom interne og eksterne faktorer der man i vurderingen av de interne faktorene studerer selskapets egne ressurser og karakteriserer dem etter om de kan bli sett på som styrker eller svakheter. I den eksterne delen forsøker jeg å avdekke trusler og muligheter basert på utenforliggende faktorer i bransjen, samfunn og næringsliv. Informasjonen jeg får fra SWOT analysen er viktig fordi den beskriver hvilke faktorer som kan påvirke selskapet i positiv og negativ retning og hvordan selskapet strategisk skal posisjoneres i forhold til å takle de ulike faktorene (Kotler, 2004).

Styrker	Svakheter
Muligheter	Trusler

Figur 8: SWOT analyse

7.1.1 Styrker

DOF Konsernet har opparbeidet seg en solid merkevare og en stabil flåte. Ledelsen og styret i selskapet består av en faglig kompetent sammensetning av mennesker som sikrer at konsernet er organisert på en effektiv måte. DOFASA har vært i markedet i mange år, de kjenner derfor sine virkeområder godt og er flinke på å forbedre disse for å kunne forbli en sterk aktør i bransjen. Selskapet kan vise til en høy utnyttelsesgrad av sine skip og utstyr i sine årsrapporter, noe som viser at organiseringen av utleie av skip fungerer bra. DOF ASA har selskap over store deler av verden, noe som gjør det mulig for dem å differensiere risiko om noen markeder er usikre eller dårlige i nedgangstider. Selskapet har vært flinke til å rekruttere arbeidskraft i et marked som beskrives som hardt i Nordsjøen i 2010 og har hatt muligheten til å konsentrere seg på andre markeder i Sør-Amerika som har vært bedre når det har vært dårlige tider i det europeiske markedet. Videre har selskapet gått til innkjøp av flere nye skip. Dette viser at virksomheten investerer i en større flåte til tross for et urolig marked og at selskapet dermed følger en ekspansiv strategi, noe som viser at selskapet er handlekraftig og har tro på fremtiden.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

7.1.2 Muligheter

Konsernet er på ekspansjonskurs og søker hele tiden å få en fot innenfor nye markeder, noe som er positivt for å styrke konsernets posisjon. Spesielt i tider der det har vært ujevn etterspørsel i de ulike markedene, kan selskapet ta fordel av å diversifisere risikoen ved at de kan konsentrere seg på de markedene som er mer stabile og profitable rundt om i verden og tjener på disse i dårlige tider. Samtidig er framtidsutsiktene for oljenæringen positiv, noe som gir selskap som tilbyr tjenester innenfor olje, muligheten til å sikre seg større markedsandeler gjennom utvikling og oppkjøp av ny teknologi. Da selskapet er en stor aktør i bransjen kan de forsøke å dra nytte av stordriftsfordeler i forhold til mindre konkurrenter som ikke har den samme muligheten som større selskap.

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2010)

7.1.3 Trusler

I supply shippingbransjen kan konkurrenter og teknologisk utvikling være en trussel for DOF konsernet, fordi de tilbyr tilsvarende produkter og kjemper om de samme markedsandelene. Endring av teknologi kan føre til at DOF konsernets kunnskap og utstyr utdatertes, og at de mister markedsandeler, noe som resulterer i tap av deres inntektsgrunnlag. Det er derfor viktig at selskapet hele tiden forsøker å forbedre virksomheten og forsøker å holde seg oppdatert på markedstrender.

En stadig skiftende oljepris vil også være en usikkerhet som konsernet må forholde seg til, fordi dette vil påvirke etterspørselen etter deres tjenester i markedet. Urolige tider i finansmarkedet gjør at tilgang på investeringskapital blir mer komplisert, samtidig som situasjonen i verdensøkonomien påvirker etterspørselen etter olje. Vanskelige tider i markedet kan dermed føre til at også kundene ikke klarer å dekke sine forpliktelser, noe som kan gi store tap hos DOF ASA. I analyseperioden har man også sett konsekvensen av politiske faktorer som har påvirket norske offshore supply selskaper. Endringen i rederibeskatning førte til en del usikkerhet og fikk stor påvirkning på regnskapene til de berørte selskapene. Politiske forhold som knytter seg til lovgivning kan ha effekt på selskapets skatteberegning, noe som kan gjøre det mindre lukrativt å drive innenfor bransjen. Reguleringer ved ansettelser kan føre til at selskapene må holde strengere krav og driften blir mer komplisert i tillegg til at høyere utgifter faller an og må dekkes, noe som reduserer inntjeningen. Forhold som naturkatastrofer kan gjøre det umulig for selskapets skip å utføre oppdrag, noe som er en risikofaktor som inngår hos alle selskap som driver i naturlige omgivelser. Klimaendringer kan føre til mer ekstremvær, noe som kan resultere i kraftigere stormer på havet. Dette er farer som kan true selskapet i å utføre sitt arbeid på en optimal måte.

7.1.4 Svakheter

DOF ASA har store deler av sin virksomhet i utlandet og inntjeningen skjer dermed i ulike typer valuta. Dette gjør dem sårbare for endringer i valuta fordi det kan være vanskelig å utarbeide gode prognoser på forventet inntjening, da svingninger i valuta kan påvirke resultatet svært mye og store tap og gevinster kan oppstå. Når selskapet skal ta strategiske valg for å vurdere om markeder er lønnsomme eller ikke, kan usikkerhet knyttet til valutasvingninger hindre dem i å ta riktige beslutninger for å posisjonere seg optimalt i ulike markeder. DOF ASA tilbyr et spesielt spekter av produkter og tjenester som kun er tilpasset et begrenset markedssegment. Dette kan gjøre dem sårbare fordi de tilbyr veldig lite diversifiserte tjenester, som vanskelig kan tilbys et annet markedssegment om markedets

etterspørsel endres i vanskelige tider. Selskapet har delvis finansiert sin nåværende flåte gjennom lån, og det er tatt opp nye lån ved bestillinger av nybygg. Det optimale ville vært å ha egenkapital til å dekke sine samtlige eiendeler, fordi det gir en større sikkerhet for selskapet. Eventuelle problemer kan oppstå om selskapet får problemer med finansieringen og må selge skip og utstyr til en lavere verdi enn det selskapet har tatt opp i lån for å kjøpe eiendelene for og gå konkurs. Det kan også tenkes at det vil være en komplisert affære for selskapet å selge sine eiendeler som i hovedsak består av store skip og maskiner. Konsernet har mye av gjelden sin knyttet til en flytende rente, slik at selskapets finansieringsstruktur i urolige tider kan skape vanskeligheter med å beregne påfallende rentekostnader. Selskapets drift er knyttet til tilgangen etter spesiell arbeidskraft, og skulle selskapet miste nøkkelpersonell vil dette medføre vanskeligheter i å drive selskapet optimalt.

7.1.5 Konklusjon av SWOT analysen

Gjennom SWOT analysen av DOF ASA har jeg fått et dypere innblikk i selskapets indre og ytre omgivelser. Dermed har SWOT analysen gitt meg muligheten til å undersøke om det er knyttet fundamental risiko til selskapet. Penman (2010) beskriver fundamental risiko, som er risiko knyttet til selskapets handlinger med tanke på måten de finansierer seg selv, hvordan operasjonelle aktiviteter er organisert og deres investerings aktiviteter. Eksempel kan være politisk uro som vil være risiko knyttet til selskapets operasjonelle aktiviteter eller belåning av selskapet som vil være risiko som oppstår knyttet til finansielle aktiviteter. Den fundamentale risikoen overføres på eierne og vil dermed øke deres avkastningskrav (Penman, 2010).

Selskapet er i en stabil posisjon der de viser styrke ved å holde sine markedsandeler samtidig som de leter etter nye områder hvor de kan ekspandere sin virksomhet i dårlige tider. De ser dermed potensial i nye muligheter og velger å dra nytte av å gå inn i nye markeder og samtidig redusere risikoen for å kun posisjonere seg i enkelte markeder. Samtidig som det er en styrke at DOF ASA ekspanderer, vil jeg påpeke at investerings aktiviteter der det investeres tungt i flere nybygg av skip, kan være en risikofylt aktivitet. Selskapets drift krever mye kapital, og selskapets finansierings struktur er i stor del sikret gjennom opptak av lån. Det ville vært vanskelig å drive et selskap på en slik størrelse med egenkapital om man skal være en stor aktør i markedet. Finansiering gjennom lån skaper en del risiko og svakhet for selskapet, men så lenge kravene dekkes og selskapet drives på en bærekraftig måte vil det være en lønnsom og effektiv måte å drifte på. Politiske faktorer kan være en risiko for

endringer i lovgivning som kan få følger for DOF ASA som driver i ulike land med ulike lover. Endringen i rederibeskatningen var en politisk faktor som har påvirket selskapets regnskap, men det har ikke ført til at selskapet har planer om å omstrukturere sin drift spesielt eller flagge ut flåten fra landene hvor skipene er registrert. Jeg klarte ikke å avdekke noen andre politiske faktorer som kan få konsekvens for selskapet, selv om disse kan oppstå uventet. Selskapet er også organisert slik at de er avhengige av kvalifisert nøkkelpersonell. Om det skulle oppstå mangel på slik arbeidskraft vil selskapet få problemer med å utføre sin drift. Også andre utenforliggende faktorer påvirker selskapets drift i stor grad og kan ses på som en trussel for virksomheten. Forhold som naturkatastrofer og rentenivå har ikke selskapet noen innvirkning på, og de kan derfor ikke utelukkes. Selskapet kan i noen tilfeller posisjonere seg slik at konsekvensene av endringene i omgivelsene ikke får så negative følger på for dem. Ved at de unngår å gå inn i markeder i land som preges av et ustabilt styresett og hvor politiske beslutninger kan få store konsekvenser for selskapet.

Analysen har avdekket fundamental risiko knyttet til selskapet der det etter min mening viktigste forholdet er at de bør være klar over sin risiko knyttet til svingninger i økonomien siden de i stor grad finansierer sin drift gjennom gjeld. De analyserte forholdene som er knyttet til svakheter og trusler medfører risiko til eierne av aksjer i DOF. Dette påvirker selskapets totale risiko og får konsekvens for selskapets avkastningskrav som skal beregnes senere i oppgaven.

For å danne meg et bredere bilde over selskapets strategiske posisjon vil jeg nå se nærmere på om DOF ASA besitter spesielle ressurser, og om disse gir selskapet et konkurransefortrinn i markedet og økt profitt kan forventes. Dette vil jeg kartlegge gjennom en VRIO analyse.

7.2 Vrio analyse

Denne ressursbaserte analysen går ut på å vurdere om selskapets ressurser gir dem et konkurransefortrinn basert på 4 forskjellige faktorer der det vurderes i hvilken grad ressursene blir sett på i forhold til å være verdifull, sjelden, kostbar å imitere og om selskapet er organisert til å utnytte ressursen til å skape en fordel (Barney og Hesterly, 2008).

Ressursene inndeles i 4 kategorier :

- **Finansielle ressurser**
- **Fysiske ressurser**
- **Organisasjonelle ressurser**
- **Menneskelige ressurser**

Der ressursen vil bli vurdert etter følgende forhold:


Ressursen er verdifull når den kan gi selskapet et fortrinn i markedet.

Ressursen er sjelden når den er begrenset tilgjengelig for de andre aktørene i markedet.

Ressursen er vanskelig å tilegne seg for andre aktører fordi det er forbundet en høy kostnad med å tilegne seg ressursen.

Ressursen kan dras nytte av som følge av organiseringen.

Tabellen viser på en oversiktlig måte ressursenes potensial til å gi selskapet et konkurransemessig fortrinn.

	Verdifull?	Sjelden?	Høy kostnad å Imitere?	Utnyttet gjennom Organisering?	Konkurransemessig Potensial
Ressurs 1	Nei			Nei	Svak
Ressurs 2	Ja	Nei			Paritet
Ressurs 3	Ja	Ja	Nei		Midlertidig
Ressurs 4	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende

Tabell 3 - Eksempel på VRIO analyse

Kilde: (Barney og Hesterly, 2008)

7.2.1 Finansielle ressurser

Kapital er en viktig faktor for DOF ASA da de driver en virksomhet innenfor offshore supply og subsea industrien som binder opp mye kapital. Finansielle ressurser er nødvendig for at bedriften skal kunne drive en godt utrustet flåte og utvikle virksomheten. Kapital gjør det mulig for selskapet å være en sterk aktør og konkurrere i markedet. Når det skal vurderes om finansielle ressurser er en sjelden ressurs, finnes det flere andre selskap innenfor bransjen som også har tilsvarende finansielle ressurser. Jeg vil påstå at det ikke er umulig for andre aktører å skaffe kapital til å starte opp en bedrift som driver med å levere tilsvarende tjenester som DOF ASA gjør i dagens marked, så kapital vil ikke være noen sjelden ressurs eller en ressurs som vanskelig kan imiteres.

Konklusjon: Paritet

7.2.2 Fysiske ressurser

Selskapets fysiske ressurser består av kontorer fordelt over et stort geografisk område, skip og ulike typer maskiner og utstyr. Skip og maskiner er en meget verdifull ressurs for DOF ASA da det er hovedkilden til inntekter for selskapet. Solstad Offshore ASA og Farstad ASA driver innenfor samme bransje og tilbyr mange av de samme tjenestene og opererer også i flere markeder, slik at den fysiske ressursen til DOF ASA dermed ikke kan ses på som en sjelden eller ikke imiterbar ressurs.

Konklusjon: Paritet

7.2.3 Organisatoriske ressurser

Her ser jeg nærmere på hvordan selskapet er strukturert og hvordan administreringen fungerer. I et stort konsern som hos DOF ASA med mange selskaper lokalisert over store deler av verden er det essensielt at organiseringen fungerer optimalt for å sikre at driften skjer på en effektiv måte og det er en verdifull ressurs for bedriften. Selskapet har i vanskelige tider vist evne til å organisere seg strategisk slik at de har utnyttet marked som har vært mer profitable. Møgster familien har vært en stor aksjeeier i selskapet i mange år og flere av familiemedlemmene har hatt aktive roller for å påvirke selskapet. En stor og langsiktig eier med erfaring som er tett knyttet til selskapet sikrer stabilitet og en god struktur i konsernet, noe som gir meg et inntrykk av at organiseringen fungerer. Dette er også tilfellet hos andre konkurrenter. Jeg synes også at Farstad ASA og Solstad Offshore ASA er gode på organisering og administrering av deres selskap, slik at ressursen etter min mening ikke kan bli sett på som en sjelden ressurs eller umulig å imitere.

Konklusjon: Paritet

7.2.4 Menneskelige ressurser

For å vurdere de menneskelige ressursene i DOF ASA som i hovedsak består av styret, ledelsen og mannskapet. De sitter inne med kunnskap og erfaring innenfor deres spesifikke fagområder og skal sikre at selskapet fungerer på en optimal måte, noe som betyr at disse medarbeiderne er viktige og en verdifull ressurs for selskapet. Selskapet er familiedrevet og har direkte innvirkning på styringen gjennom sine aksjeandeler; dette gir tilgang på personer med forankring og bred kunnskap om konsernet noe som sikrer stabilitet gjennom

eierinteressene. Kunnskap om bransjen eller ny teknologi kan i visse tilfeller være en sjelden menneskelig ressurs om konkurrenter ikke besitter den. Men slik kompetanse vil ofte ikke være offentlig informasjon, og det er derfor ikke mulig å vurdere den her. På sikt vil en slik kunnskap med høy sannsynlighet kunne imiteres når den blir kjent, og den vil da ikke forbli sjelden. Da bransjen består av flere selskap som i hovedsak tilbyr tilnærmet de samme tjenestene som DOF ASA gjør, betyr det at de menneskelige ressursene i høy grad vil ha samme kompetanse som hos de som arbeider for DOF ASA, og det kan dermed ikke ses på som å være en spesielt sjelden ressurs.

Konklusjon: Paritet

7.2.5 Oppsummert Vrio analyse for DOF ASA

Ressurs	Konkurransemessig fortrinn
Finansiell	Konkurransemessig paritet
Fysisk	Konkurransemessig paritet
Menneskelig	Konkurransemessig paritet
Organisatorisk	Konkurransemessig paritet

Tabell 4 - Konklusjon VRIO analyse

I undersøkelsen av DOF ASA sine finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser har jeg avdekket at selskapet kan vise til en jevn styrke i alle kategoriene, men at de ikke besitter noen form for ressurs som kan betraktes å gi dem et midlertidig eller varig konkurransefortrinn i bransjemarkedet. Konklusjonen er dermed konkurransemessig paritet noe som betyr at de undersøkte ressursene kun vil gi selskapet normale økonomiske fordeler, fordi de blir sett på som likeverdige med konkurrentene sine ressurser i markedet, og at selskapet dermed ikke besitter noe spesielt konkurransefortrinn i forhold til dem som ville ha gitt dem en større forventet økonomisk fordel.

7.2.6 Konklusjon av den strategiske analysen

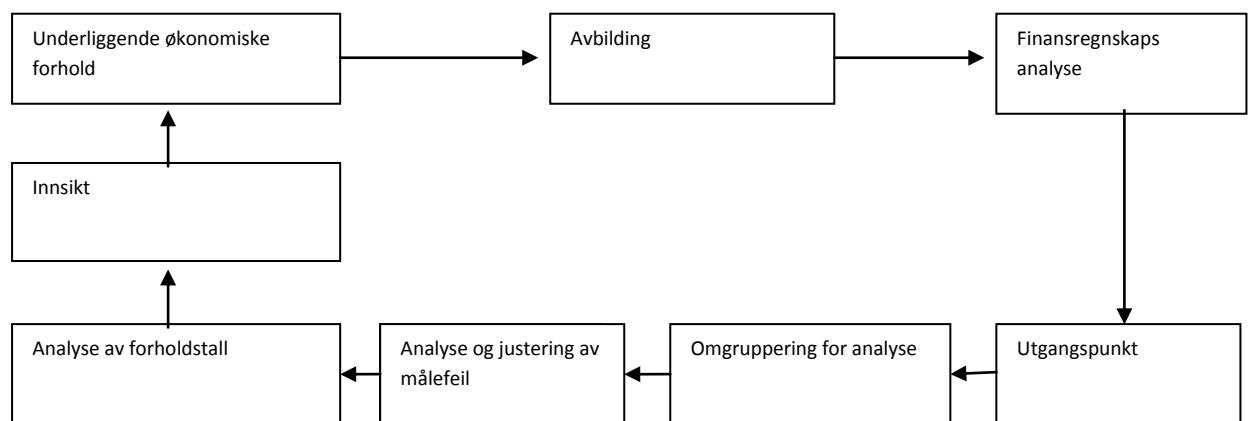
Den strategiske analysen har avdekket forhold som viser til at DOF ASA er i en relativt stabil posisjon. Deres ressurser kan ses på som likeverdige med selskapene i bransjen sine ressurser slik at DOF ASA kan bli sett på som en vanlig konkurrent i markedet. Selskapet kan derfor ikke forvente å ha en høyere profitt som følge av deres ressurser i forhold til markedet. Det gis heller ingen indikasjoner på at selskapet utvikler ny teknologi eller maskiner som kan gi en ekstra profitt i fremtiden. Ekspansjonen i nye markeder viser at selskapet benytter seg av muligheten til å oppsøke mer profitable kunder når de opplever dårlige markedsvilkår i deres etablerte markeder. Denne trenden er positiv, for å sysselsette flåten i vanskelige tider og for å redusere risikoen for tap. Men det er usikkert om ekspansjonen fører til økte inntekter. Videre er lånefinansieringen av driften et risikomoment som vil medføre økt risiko for lånegivere og investorer. Dette forholdet medfører en høyere konkurrisiko noe som påvirker avkastningskravet til selskapet. Dette vil jeg komme tilbake til i risikoanalysen senere i oppgaven. Politiske og naturmessige forhold er faktorer som selskapet ikke har noen særlig innvirkning på, men som de allikevel bør være klar over for å kunne forsøke å redusere risikoen ved å utbedre forhold i virksomheten slik at mulige konsekvenser for konsernet blir så lave som mulig.

8. Regnskapsanalyse

8.1 Formål med Analysen

Målet med den strategiske regnskapsanalysen som jeg i dette kapitlet vil gjennomføre, er å undersøke og beskrive den økonomiske situasjonen til DOF for å kunne verdsette selskapet. Ved å belyse de underliggende økonomiske verdiene i selskapet gis det viktig informasjon til eksisterende og potensielle investorer. Regnskapstallene omgrupperes derfor for å skape et investorrelatert perspektiv. Tallene som blir brukt i analysen er hentet fra årsrapportene som finnes på DOF sin hjemmeside og gir verdifull informasjon om hvordan selskapet har gjort det økonomisk de siste årene, samtidig som det kan avdekke viktige indikasjoner på fremtidig utvikling. Denne informasjonen vil bli brukt i arbeidet med å utvikle et fremtidsregnskap. Jeg ønsker å sammenligne selskapets prestasjon med selskapene som opererer innenfor samme bransje. Selskapene fra bransjen er også registrert på Oslo Børs, slik at all informasjon om selskapene er lett tilgjengelig. Jeg vil bruke tallene fra selskapene i bransjen til å studere og analysere årsregnskapene på lik linje jeg gjør i analysen av DOF ASA som vil bli beskrevet videre i kapitlet.

8.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 9 - Rammeverk for regnskapsanalysen

Kilde: (Knivsflå, 2011)

I utarbeidelsen av en regnskapsanalyse er det en rekke vurderinger og valg som må tas for å kunne utføre en best mulig verdsettelse av selskapet. Det må blant annet tas stilling til analyseperiode, analysenivå og sammenligningsgrunnlag for å kunne avgrense analysematerialet og for å gjøre en målrettet undersøkelse (Knivsflå, 2011).

8.1.2 Valg av periode

Når det gjelder valg av analyseperiode må jeg ta stilling til om DOF ASA skal undersøkes ut ifra en lengre eller en kortere tidsperiode. Dette avhenger av hvor stabilt konsernet er (Knivsflå, 2011). DOF har vært i bransjen siden de startet opp i året 1981 og kom på børsen da selskapet ble notert i år 1997.

DOF ASA gjennomførte en omstrukturering i år 2000, og har etter dette gjennomført en rekke nyetableringer av selskap og fått nye samarbeidsavtaler med andre aktører. Dessuten har uroligheter i finansmarkedet og den ustabile prisen på olje hatt stor innvirkning på verdensøkonomien, noe som også har påvirket DOF ASA. Jeg velger derfor å bruke tall for et kortere perspektiv i min analyse. I utgangspunktet skal man i en verdsettelse bruke det ferskeste tallmaterialet som er tilgjengelig om selskapet man analyserer. Årsrapportene til DOF ASA publiseres sent om våren, slik at det av tidsmessige årsaker vil være vanskelig å få med hele den nyeste informasjonen i oppgaven, på grunn av innleverings fristen for masteroppgaven. Selskapet antas å være i en relativt stabil posisjon, noe som også konstateres i første kvartalsrapport for 2011 for DOF ASA, der inntektene for perioden er identiske med inntektene som selskapet kunne vise til på samme tidspunkt året før. Jeg ser heller ingen tegn som tyder på at neste regnskapsår vil bringe graverende endringer i struktur eller forhold hos virksomheten som vil få store konsekvenser for min verdsettelse. Dermed antar jeg at en trailing for å estimere regnskapsmessige verdier for 2011 ikke vil gi store utslag i verdiberegningen, i forhold til bruk av tallmaterialet for 2010. Jeg velger på grunnlag av disse forholdene å ta utgangspunkt i årsrapporten for 2010 når jeg utfører min verdsettelse. Jeg vektlegger dermed tallene for årene 2007-2010, mens balansetall for året 2006 er tatt med for å brukes til å finne gjennomsnittlige balanseverdier til analysen av forholdstall.

Kilde: (dof.no - The Story)

8.1.3 Valg av analysenivå

DOF ASA består av både morselskap, flere datterselskaper og datterdatter selskaper. Selskapene driver innenfor forskjellige forretningsområder og flere av selskapene befinner seg i utlandet. Det mest optimale ville vært å analysere hver forretningsenhet for seg selv. Men siden det vil være komplisert å få tak i informasjon fra de utenlandske selskapene og det faktum at det vil være vanskelig å skille de ulike forretningssegmenter fra hverandre siden DOF rapporterer regnskapsinformasjon samlet fra de forskjellige forretningsområdene. Jeg velger derfor å analysere konsernet som helhet utifra konsernregnskapet for å få et mer helhetlig `bilde` av virksomheten (Knivsflå, 2011). .

8.1.4 Valg av sammenligningsgrunnlag

Det vil være naturlig å velge ut selskap som kan fungere som en benchmark for DOF ASA i sammenligningsgrunnlaget. Selskapene som vil være aktuelle bør derfor drive innenfor samme forretningsområde. Selskapene Farstad Shipping ASA og Solstad Offshore ASA passer godt til dette formålet fordi de driver innenfor samme forretningsområde som DOF ASA der de har lignende flåtekombinasjon samtidig som de er blant de største i bransjen og passer dermed godt som sammenligningsgrunnlag, hvor deres gjennomsnittlige verdier vil danne grunnlaget for det jeg kaller bransjen i oppgaven. DOF ASA vil dermed bli sammenlignet med bransjen, for å kunne undersøke og vurdere utviklingen gjennom analyseperioden.

8.1.5 Avgrensninger for min analyse

Jeg vil presentere DOF ASA sine resultatregnskap og balanser for de siste 4 årene i min regnskapsanalyse. Informasjonen er hentet fra årsrapportene på DOF sin hjemmeside og inneholder viktig informasjon over selskapets utvikling og prestasjon gjennom analyseperioden. Fra og med år 2005 har DOF konsernet startet å rapportere årsrapportene etter den nye regnskapsstandarden IFRS. Det samme gjelder også regnskapstallene for selskapene som utgjør bransjen i oppgaven. Det vil derfor ikke være nødvendig å omjustere regnskapstallene for å passe den aktuelle regnskapsstandarden IFRS i denne oppgaven.

8.2 Presentasjon av DOF ASA sitt tabellerte årsregnskap for årene 2007-2010

Tall i NOK 1000:

År	2007	2008	2009	2010
Salgsinntekter	3285576	3969672	4258507	5403016
`+Andre driftsinntekter	168805	370050	68769	59029
Sum driftsinntekter	3454381	4339722	4327276	5462045
`-Lønnskostnader	1282683	1636825	1960483	2486248
`-Avskrivninger	529791	643265	837214	1166380
`-Nedskrivninger	0	0	178501	0
`-Andre driftsrelaterte kostnader	942472	1147178	1133137	1266433
Driftskostnader	2754946	3427268	3093620	3752681
Driftsresultat	699435	912454	217941	542984
`+Investeringer i datterselskap/tilknyttet selskap	42681	124834	191749	-4666
`+Finansinntekter	456319	479719	485122	178342
`+Urealisert agio/disagio	122801	-655382	757611	82776
`-Finanskostnader	658555	984747	647904	999739
Netto finansposter	-36755	-1035575	786578	-743287
Resultat ink. Skattekostnader	662680	-123121	1004519	-200303
`-Skattekostnader	440786	-222983	201478	14687
Årsresultat	221894	99862	803041	-214990
Minoritetsinteresser	47953	34711	200577	-75342
Årsresultat til morselskapets aksjonærer	173941	65151	602464	-139648
Annen egenkapital	173941	65151	602464	-139648

Tabell 5 - Tabellert årsregnskap for selskapet 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007 - 2010)

Ut ifra informasjonen i årsregnskapene som er vist over kan jeg se en positiv utvikling i salgsinntekter hos DOF ASA gjennom analyseperioden. I denne perioden har også driftskostnadene økt hvert år noe som vil være et naturlig resultat av selskapets økte aktivitetsnivå. Driftsresultatet har hatt en positiv avkastning for hvert år, men en nedgang i 2009 knyttet til en nedskrivning av selskapets anleggsmidler. Finansinntektene har sunket i 2010, og urealisert agio/disagio har variert svært mye i analyseperioden, noe som trolig er et resultat av usikkerheten i finansmarkedene. DOF ASA har hatt et positivt årsresultat i de tre første årene, mens 2010 ga et negativt årsresultat på 214.990 kr.

8.2.1 Presentasjon av DOF ASA sin tabellerte balanse for årene 2006-2010

Balanse eiendeler

Tall i NOK 1000:

Anleggsmidler	2006	2007	2008	2009	2010
Skip	6274451	8945935	10057764	11218599	18148083
Skip under bygging	583070	2202224	3940763	4594689	1924720
Maskiner og annet driftsløsøre	588346	732450	789813	1483484	1558804
Utsatt skattefordel	0	12242	123330	0	28843
Goodwill	375422	516559	499661	441839	477646
Kunderelasjoner	0	9504	5500	0	0
Investering i tilknyttede selskap	309753	1404501	139696	77170	70687
Investering i aksjer og andeler	13117	792	5999	8910	9202
Andre langsiktige fordringer	3630	5005	269	2721	205452
Sum anleggsmidler	8147789	13829212	15562793	17827412	22423437
Varer	4057	3784	13441	16116	28133
Kundefordringer	541080	719886	1151004	1235287	1051224
Andre fordringer	208784	328875	272025	492128	904858
Skip holdt for salg	186158	0	0	0	0
Kortsiktige investeringer	715	1277	0	0	0
Betalingsmidler	1552180	1858697	2831502	2213742	2644851
Sum omløpsmidler	2492974	2912519	4267972	3957273	4629066
Sum eiendeler	10640763	16741731	19830765	21784685	27052503

Tabell 6 - Tabellert balanse for selskapets eiendeler for 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010)

Oppstillingen for år 2006 er tatt med i tabellen for å bruke tallene senere i forholdstallanalysen, tallene for 2006 vil derfor også vises i den omstrukturerte balansen som vil bli presentert senere i oppgaven. Selskapet har gjennom analyseperioden gradvis økt sin beholdning av skip og skip under bygging, noe som viser at DOF ASA er i en vekstfase og som også kommer frem i årsrapportene, der det legges vekt på ekspansjon i nye markeder. Det samme gjelder beholdningen av maskiner og annet driftsløsøre som også har vokst år for år, for å kunne håndtere det økte aktivitetsnivået hos selskapet. Økningen av selskapets eiendeler er positiv med tanke på å stadig utvikle konsernet og for å sikre økte markedsandeler. Skip under bygging har hatt en jevn vekst, med en topp i 2009; denne utviklingen gikk tilbake i 2010. En mulig årsak kan være at markedet har vært litt svakere etter den urolige situasjonen i kjølvannet av finanskrisen, eller at selskapet har nådd en stabil beholdning.

8.2.2 Balanse egenkapital og gjeld

Tall i NOK 1000:

Egenkapital og gjeld	2006	2007	2008	2009	2010
Aksjekapital	165536	165536	165536	182076	182076
Overkursfond	454453	454453	454453	678340	678340
Annen egenkapital	1848702	2448410	2449709	3171288	3117735
Ikke kontrollerte eierinteresser	822169	1486387	2429121	2777372	2749818
Sum egenkapital	3290860	4554786	5498819	6809077	67276969
Utsatt skatt	118229	408738	353438	513472	402474
Pensjonsforpliktelser	8086	14809	20141	11955	13245
Andre avsetninger for forpliktelser	105000	212291	228820	77202	77163
Obligasjonslån	695303	1473870	1470654	2149321	2753572
Langsiktig skattegjeld	0	288240	173967	0	0
Gjeld til kredittinstitusjoner	3526640	6994293	8920720	8724597	13085211
Annen langsiktig gjeld	1424296	1171055	162357	496856	599624
Sum Langsiktig gjeld	5877554	10563296	10727697	11973402	16931289
Gjeld til kredittinstitusjoner	813564	826292	1795407	2128284	1876160
Leverandørgjeld	274397	273500	419924	216373	414537
Skyldige offentlige avgifter	53578	70267	98170	72319	79793
Betalbar skatt	28877	61224	86841	164914	100240
Annen kortsiktig gjeld	301933	392367	601507	420317	922515
Sum kortsiktig gjeld	1472349	1623650	3001849	3002206	3393245
Sum gjeld	7349903	12186946	14331946	14975608	20324534
Egenkapital og gjeld	10640763	16741731	19830765	21784685	27052503

Tabell 7 - Tabellert balanse for selskapets egenkapital og gjeld for 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010)

Gjennom den analyserte perioden har DOF ASA selskapet økt sin gjeld både kortsiktig og langsiktig for å finansiere den økte veksten og for å dekke det økte behovet etter anleggsmidler til driften. Minoritetsinteressene har også økt gradvis for å sikre tilgangen på kapital, med en reduksjon i 2010 da også etterspørselen etter flere anleggsmidler stoppet litt opp.

Etter presentasjonen av de siste årenes regnskapstall og balansen må jeg som første del av regnskapsanalysen omstrukturere finansregnskapet og balansen for å få et mer investorrelatert perspektiv.

8.2.3 Omstrukturering for analyse

8.2.4 Dirty surplus

I følge Penman (2010) knyttes dirty surplus til direkteførte kostnader og inntekter mot egenkapitalen, noe som videre fører til at resultatregnskapet ikke blir helt korrekt. ”Dirty surplus” postene som jeg har identifisert skal dermed være med i resultatregnskapet og inngå i fullstendig nettoresultat. Eksempler på poster som jeg har funnet er omregningsdifferanser og andre føringer direkte mot egenkapital

8.2.5 Endring i egenkapital gjennom analyseårene

Presentasjon av DOF ASA endring egenkapital etter reformulering. Oppstillingen av egenkapitalendringen under viser hvordan egenkapitalen endrer seg i løpet av den undersøkte perioden 2007-2010. Minoritetsinteresser er holdt utenfor egenkapitalen etter Penman (2010).

Endring i egenkapital for perioden (Tall i NOK 1000)

År	2007	2008	2009	2010
Egenkapital 01.01 eksklusive minoritetsinteresser	2468691	3068399	3069698	4031705
Årets resultat til majoriteten	173941	65151	602464	-139648
+Dirty surplus	507793	60300	119116	86094
Sum fullstendig nettoresultat	681734	125451	721580	-53554
- Netto betalt utbytte	82027	124152	-240427	0
Egenkapital 31.12 eksklusive minoritetsinteresser	3068398	3069698	4031705	3978151

Tabell 8 - Selskapets endring i egenkapital for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007 - 2010)

Summen av årets resultat til majoriteten og dirty surplus postene danner fullstendig nettoresultat for hvert år. Postene som inngår under dirty surplus som jeg fant er andre kostnader ført direkte mot egenkapital, omregningsdifferanser og som følge av endring av regnskapsprinsipp. Det har blitt utbetalt utbytte i de tre første av analyseårene, noe som har redusert egenkapitalen. Jeg har derfor beregnet årets NBU for DOF konsernet. Selskapet har også hentet inn kapital ved emisjoner, noe som igjen har økt egenkapitalen. Gjennom perioden har selskapet dermed hatt en positiv vekst i sin totale egenkapital hvert år frem til 2010 hvor det var en liten reduksjon (Penman, 2010).

8.3. Presentasjon av DOF ASA sitt reformulerte resultatregnskap for 2007-2010

Tall i NOK 1000:

Å r		2007		2008		2009		2010
Beløp i M NOK								
Operasj onelle inntekter								
Fraktinntekt		3285576		3969672		4258507		5403016
+ Annen inntekt		81252		52270		76656		22424
Sum driftsinntekter		3366828		4021942		4335163		5425440
- Lønnsutgifter		1282683		1636825		1960483		2486248
- Avskrivninger		529791		643265		837214		1166380
- Andre driftsrelaterte kostnader		942472		1147178		1133137		1266433
Sum OI (driftsresultat) før skatt		611882		594674		404329		506379
Rapportert skattekostnad	440786		-222983		201478		14687	
Skattekostnad på annen operasjonell innt.	-95165		214964		189399		13851	
Skattefordel på netto finans kostnad	10291		289961		-220242		208120	
Rederibeskatting	329749	216493	-104291	-252277	-200258	-408421	-12032	196924
Sum OI (Driftsresultat) etter skatt		395389		84695101		812749,9		309455
Andre operasjonelle inntekter før skatt								
Salg av anleggs midler	87553		317780		-7887		36605	
Nedskrivning av anleggs midler	0		0		-137000		0	
Nedskrivning av goodwill	0		0		-41501		0	
Skatt	-95165	182718	214964	102816	189399	-375787	13851	22754
Rederibeskatting		329749		-104291		-200258		-12032
Andre operasjonelle inntekter								
Driftsrelatert dirty surplus		241763		842		86771		86692
Sum OI (Driftsresultat) eks. skatt		490121		846318		323476		406869
Netto finans kostnader								
Finans kostnader		658555		984747		647904		995898
Finans inntekter		456319		354928		316005		178342
Inntekt investering i tilknyttet selskap		42681		124834		191749		-4666
Urealisert agio/disagio		122801		-655382		757611		82776
Inntrekk/tap ved salg av aksjer		0		124791		169117		-3841
Netto finans kostnader inkl. skatt		36754		1035576		-786578		743287
Skatt på finansielle aktiviteter		-10291		-289961		220242		-208120
Finansrelatert dirty surplus		266030		59458		32345		-598
Sum finans kostnad eks. skatt		-239567		686157		-598681		535765
Minoritetsinteresser		-47953		-34711		-200577		75342
Fullstendig nettoresultat til egenkapital		681735		125450		721580		-53554

Tabell 9 - Selskapets reformulerte resultatregnskap for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007-2010)

Det reformulerte resultatregnskapet viser hvordan fullstendig nettoresultat fremkommer gjennom analyseperioden. Det fullstendige nettoresultatet legges til egenkapitalen for hvert år og øker eller reduserer selskapets egenkapital. Inntekter og kostnader i resultatregnskapet må deles inn i operasjonelle og finansielle poster for å finne ut hva driften koster av seg og hva finansieringen koster. For å kunne analysere hvordan konsernet i realiteten har prestert og hvor stor del av verdiskapningen tilfaller majoriteten, må verdier som tilhører minoriteten holdes utenfor resultatregnskapet. Den finansielle skattekostnaden er beregnet ved en antatt skatteprosent på 28%. Den samlede driftsrelaterte skattekostnaden kom jeg frem til ved å ta rapportert skattekostnad samt en skattefordel fra finansielle aktiviteter. Skatten er deretter fordelt på salg/driftsinntekter og andre operasjonelle inntekter basert på størrelsen. Ved å

skille ut de varige inntektene og kostnadene til konsernet, finner jeg driverne til avkastning på alminnelig egenkapital samt vekstmulighet. Driverne vil bli brukt i arbeidet med å utføre verdsettelsen og utarbeidelsen av fremtidsregnskapet (Penman, 2010).

DOF ASA har gitt et positivt resultat i år 2007, 2008 og 2009, mens egenkapitalen for år 2010 ble redusert som følge av det negative nettoresultatet dette året. Dirty surplus posten som består av omregningsdifferanser kan etter Penman (2010) ved omgrupperingen av resultatregnskapet vurderes som både drift eller finansielle poster, alt etter hvor de oppstår i konsernet. Jeg velger å vurdere denne posten som en driftsrelatert post for DOF konsernet siden de har flere selskaper i utlandet, som trolig forårsaker omregningsdifferanser når inntekten fra disse skal gjøres om til en felles valuta for konsernet. Resten av dirty surplus postene vurderer jeg å være av finansiell karakter (Penman, 2010).

8.4 Omstrukturert balanse

8.4.1 Presentasjon av DOF ASA sine driftsrelaterte eiendeler for årene 2006-2010

Tall i NOK 1000:

Omgruppert balanse	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsrelaterte eiendeler					
Goodw ill	375422	516559	499661	441839	477646
Skip	6274451	8945935	10057764	11218599	18148083
Skip under bygging	583070	2202224	3940763	4594689	1924720
Maskiner og annet driftsløsøre	588346	732450	789813	1483484	1558804
kunderelasjoner	0	9504	5500	0	0
Kundefordring	541080	719886	1151004	1235287	1051224
Skip holdt for salg	186158	0	0	0	0
Utsatt skattefordel	0	12242	123330	0	28843
Varer	4057	3784	13441	16116	28133
Andre fordringer	208784	328875	272025	492128	904858
Andre langsiktige fordringer	3630	5005	269	2721	205452
Sum driftsrelaterte eiendeler	8764998	13476464	16853570	19484863	24327763
Driftsrelaterte forpliktelser					
Utsatt skatteforpliktelse	118229	408738	353438	513472	402474
Pensjonsforpliktelse	8086	14809	20141	11955	13245
Betalbar skatt	28877	61224	86841	164914	100240
Leverandørgjeld	274397	273500	419924	216373	414537
Skyldige offentlige avgifter	53578	70267	98170	72319	79793
Andre avsetninger for forpliktelser	105000	212291	228820	77202	77163
Langsiktig skattegjeld	0	288240	173967	0	0
Sum driftsrelatert forpliktelser	588167	1329069	1381301	1056235	1087452
Netto driftsrelaterte eiendeler	8176831	12147395	15472269	18428628	23240311

Tabell 10 - Selskapets omstrukturerte balanse for netto driftsrelaterte eiendeler 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006-2010)

Jeg ønsker å analysere hvor lønnsomt selskapet er i forhold til sine driftsrelaterte aktiviteter. For å kunne studere dette momentet må jeg først omgruppere balansen i en driftsrelatert del samt en finansiell del. Dermed skilles postere fra drift og finansaktiviteter fra hverandre, slik at jeg senere kan beregne profitabiliteten separat for hver aktivitet. Jeg velger å vurdere pensjonsforpliktelsene til å være av driftsmessig karakter og plasserer den derfor under drift. Andre fordringer består av forskuddsbetalte kostnader knyttet til drift og plasseres som en driftspost (Penman, 2010).

8.4.2 Presentasjon av DOF ASA sine finansielle eiendeler for årene 2006-2010

Tall i NOK 1000:

Finansielle eiendeler	2006	2007	2008	2009	2010
Investering i tilknyttet selskap	309753	1404501	139696	77170	70687
Kortsiktige investeringer	715	1277	0	0	0
Betalingsmidler	1552180	1858697	2831502	2213742	2644851
Investering i aksjer og andeler	13117	792	5999	8910	9202
Sum finansielle eiendeler	1875765	3265267	2977197	2299822	2724740
Finansielle forpliktelser					
Gjeld til kredittinstitusjoner	4340204	7820585	10716127	10852881	14961371
Obligasjonslån	695303	1473870	1470654	2149321	2753572
Annen kortsiktig gjeld	301933	392367	601507	420317	922515
Annen langsiktig gjeld	1424296	1171055	162357	496856	599624
Sum finansielle forpliktelser	6761736	10857877	12950645	13919375	19237082
Netto finansielle eiendeler	-4885971	-7592610	-9973448	-11619553	-16512342

Tabell 11 - Selskapets omstrukturerte balanse for netto finansielle eiendeler 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006-2010)

Denne delen av den omgrupperte balansen viser de finansielle aktivitetene. De finansielle postene er separert fra de driftsrelaterte aktivitetene, for å kunne undersøke hvordan selskapet finansierer driften sin og for å kunne analysere hvor stor del av lønnsomheten som tilføres selskapet utenom driftsaktivitetene. Jeg må ta stilling til ulike poster i balansen fordi det må vurderes om de hører til under drift eller finansaktiviteter. Jeg vurderer at betalingsmidler er en del av DOF ASA sine finansielle aktiviteter og har plassert posten som en finansiell eiendel i balansen (Penman, 2010).

Kortsiktige investeringer er i følge DOF konsernet sine regnskaper knyttet til finansielle leieavtaler. Investering i tilknyttet selskap vurderes under finans i balansen siden jeg antar at dette er gjort som en finansiell investering (DOF ASA - Årsrapport 2007, 2008).

8.4.3 Presentasjon av DOF ASA sin alminnelige egenkapital for årene 2006-2010

Tall i NOK 1000:

År	2006	2007	2008	2009	2010
Ikke kontrollerende eierinteresser	822169	1486387	2429121	2777372	2749818
Alminnelig egenkapital	2468692	3068398	3069700	4031703	3978151
Totalt	3290860	4554786	5498819	6809077	6727969

Tabell 12 - Selskapets alminnelige egenkapital for 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006-2010)

Totalt sett kan jeg se en positiv utvikling i alminnelig egenkapital for perioden 2006-2010 med en liten reduksjon i år 2010. Minoritetsinteressene har også økt de første fire årene for å sikre finansieringen og den økte veksten.

8.5 Presentasjon av DOF ASA sitt oppdelte resultatregnskap i normale og unormale poster

Tall i NOK 1000:

År		2007		2008		2009		2010
Beløp i M NOK								
Normale driftsrelaterte inntekter								
Fraktinntekt		3285576		3969672		4258507		5403016
+ Annen inntekt		81252		52270		76656		22424
Sum driftsinntekter		3366828		4021942		4335163		5425440
Lønnskostnader mm.		1282683		1636825		1960483		2486248
Avskrivninger		529791		643265		837214		1166380
Andre driftsrelaterte kostnader		942472		1147178		1133137		1266433
Normalt driftsresultat fra salg eks.skatt		611882		594674		404329		506379
Skattekostnader eksklusiv unormal rederiskatt	111037		-118692		401736		26719	
Skattekost på annen operasjonell Inntekt/kostnader	-95165		214964		189399		13851	
Skattefordel på netto finansinntekt	10291	216493	289961	-43695	-220242	-7905	208120	220988
Normalt driftsresultat fra salg eks.skatt		395389		638369		412234		285391
Unormale poster								
Salg av anleggsmidler	87553		317780		-7887		36605	
Nedskrivning av anleggsmidler	0		0		-137000		0	
Nedskrivning av goodwill	0		0		-41501		0	
Skatt	-95165	182718	214964	102816	189399	-375787	13851	22754
Unormal rederiskatt		329749		-104291		-200258		-12032
Driftsrelatert dirty surplus		241763		842		86771		86692
Sum OI (driftsresultat)		490121		846318		323476		406869
Netto finanskostnader								
Finanskostnader		658555		984747		647904		995898
Finansinntekter		456319		354928		316005		178342
Inntekt fra investering i tilknyttet selskap		42681		124834		191749		-4666
Inntekt/tap ved salg av aksjer		0		124791		169117		-3841
Urealisert agio/disagio		122801		-655382		757611		82776
Netto finanskostnader ink. skatt		36754		1035576		-786578		743287
Skatt på finansielle aktiviteter		-10291		-289961		220242		-208120
Finansrelatert dirty surplus		266030		59458		32345		-598
Sum finanskostnader eks. skatt		-239567		686157		-598681		535765
Minoritetsinteresser		-47953		-34711		-200577		75342
Fullstendig nettoresultat til egenkapital		681735		125450		721580		-53554

Tabell 13- Selskapets resultatregnskap oppdelt i normale og unormale poster 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007-2010)

8.5.1 Justering av regnskap i unormale og normale inntekter og kostnader

For å få et mest mulig reelt bilde av hva den ”normale” driften genererer av inntekter og kostnader, må uvanlige poster som ikke antas å påvirke regnskapene i fremtiden skilles ut. Det er i følge Penman (2010) nødvendig å skille ut poster som ikke er varige eller som ikke inngår i kjernevirksomheten. Postene har dermed ikke noen verdi fordi man i regnskapsanalysen ønsker å finne et mest mulig normalt resultat, for å kunne analysere regnskapstallene og sette opp et fremtidsregnskap (Penman, 2010).

Når det gjelder oppgaven å skille unormale og normale inntekter og kostnader som er å finne i regnskapet til DOF ASA, har jeg foretatt følgende justeringer.

Jeg har ført inntekter fra salg av skip som unormal post, da jeg vurderer verdien fra salg av denne eiendelen som en post som ikke kan ses på som del av DOF ASA's normale driftsinntektsgrunnlag. Selv om det vil være naturlig for konsernet å kjøpe og selge skip fra tid til annen, vil verdien av denne transaksjonen etter min mening ikke inngå som en normal post. Salg av anleggsmidler kan være mer tilfeldig eller variere mye fra gang til gang, noe som kan ha stor påvirkning på årsregnskapet i periodene når det skjer. Tap ved nedskrivning av goodwill og anleggsmidler vurderer jeg også som ekstraordinære poster siden dette kun skjer i år 2009. Videre har DOF ASA blitt påvirket av den nye rederibeskatningsordningen som har påvirket selskapets regnskap f.o.m året 2007. Effekt av rederibeskatning skatteoppgjør ved overgang til ny ordning for 2007 var 329 749 kr, i 2008 -104 291 kr, i 2009 -200 258 kr og -12 032 kr i 2010. De ekstra inntektene og kostnadene som påføres selskapet som følge av denne ordningen velger jeg å vurdere under uvanlige poster .

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007)

Det neste steget etter å ha gjennomført den investororienterte omgrupperingen av DOF ASA sine regnskapstall, er å vurdere om det bør gjøres en justering av målefeil. I følge Knivsflå (2011) er justering for målefeil ikke vanlig praksis når man gjennomfører en praktisk regnskapsanalyse, dermed velger jeg å se bort ifra dette momentet i mine beregninger.

For å få mer informasjon om de underliggende økonomiske forholdene hos DOF konsernet gjennom analyseperioden ønsker jeg å utføre en forholdstallsanalyse, noe som vil bidra til å kunne danne et mer helhetlig ”bilde” av selskapets økonomiske situasjon.

9. Analyse av risiko og beregning av avkastningskrav

Risiko er et relevant tema i verdsettelsesprosessen av et selskap fordi det i følge Koller, Goedhart & Wessels (2005) har effekt på avkastningskravet til selskapet. I dette kapittelet ønsker jeg å bruke økonomisk teori i arbeidet med å beskrive ulike typer risiko og hvordan dette påvirker et selskap, for så å knytte denne informasjonen i mitt arbeid med å beregne avkastningskravet for DOF ASA. I første omgang vil jeg beskrive noen av de grunnleggende momentene knyttet til selskapsrisiko for så å beregne egenkapitalkravet.

Risikoen til et selskap kan i følge Bøhren og Michaelsen (2010) ses i to deler, der man skiller mellom systematisk risiko og usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen som er diversifiserbar vil være usikkerhet knyttet spesifikk til et selskap, mens den systematiske risikoen virker på alle selskap i markedet. Den systematiske risikoen er derfor ikke diversifiserbar, mens den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort av investorene. Forhold som berører alle aksjene i markedet kan være endringer i konjunktoren og endringer i oljeprisen mens eksempler på unik risiko knyttet til selskapet kan være nøkkelpersonell i DOF ASA sin ledelse, eller værforhold i arbeidsområdene til selskapet. Egenkapitalkravet påvirkes av graden på selskapets følsomhet for systematisk risiko som også beskrives som den relevante risikoen. Det er den delen av den totale risikoen til aksjen som ikke kan fjernes og som dermed er knyttet til aksjens følsomhet for endringer i markedet (Bøhren og Michaelsen, 2010).

Brealey, Myers og Allen (2006) forklarer systematisk risiko som beskrives som den effektive risikoen til en selskaps aksje. Den kan ikke isolert sett ses i kontekst av seg selv, men som må vurderes ut ifra risikoen som den tilfører en portefølje av aksjer, der risikoen kommer til uttrykk gjennom i hvilken grad aksjen påvirkes av markedsendringer. Markedsendringene kommer til uttrykk i form av variasjon i verdien til porteføljen. Dette beskrives videre i beregningen av aksjebetaen i egenkapitalkravet som jeg vil estimere for DOF ASA (Brealey, Myers og Allen, 2006).

9.1 Analyse av egenkapitalkrav

9.1.1 Avkastningskrav på egenkapital

Et selskaps avkastningskrav på egenkapitalen kan i følge Koller, Goedhart & Wessels (2005) beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen viser det investoren kan forvente å få i avkastning på kapitalen basert på risikoen som er knyttet til investeringen. Avkastningskravet på egenkapital blir i modellen beregnet ved hjelp av den risikofrie renten, markedets risikopremie, aksjebetaen og en likviditetspremie som jeg synes er hensiktsmessig på grunn av DOF ASA sin eierstruktur (Koller, Goedhart og Wessels, 2005). Bruk av modellen støttes også av Black and Scholes (1972) sine studier hvor deres målinger viser at den passer godt i forhold til realiteten. Jeg velger på bakgrunn av dette å bruke modellen for CAPM i mine videre beregninger.

Formelen for avkastningskrav på egenkapital beskrives av Koller, Goedhart og Wessels (2005) på følgende måte:

- $E(r_j) = R_f + \beta_j E(R_m - R_f) + \lambda$

Der:

- $E(R_j)$ = Den forventede avkastningen til et verdipapir
- β_j = Aksjens sensitivitet i forhold til markedsporteføljen
- R_f = Risikofri rente
- $E(R_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen
- λ = Likviditetspremie

9.1.2 Beregning av aksjebeta

Jeg vil finne egenkapitalbetaen ved hjelp av følgende formel Bøhren og Michalsen (2010):

- $\beta_i = \text{kov}(r_i, r_m) / \text{var}(r_m)$

Der:

- β_i er betaen.
- r_m er forventet avkastning til markedsporteføljen.
- r_j er selskapets avkastning.
- $\text{Kov}(r_j, r_m)$ er kovariansen mellom aksjens avkastning og markedets avkastning.
- $\text{Var}(r_m)$ er variansen til markedets avkastning.

Beta uttrykker hvordan den systematiske risikoen som et selskap har, er sammenlignet med risikoen i porteføljen som omfatter markedet. Formelen viser dermed hvor følsom en aksjens avkastning er i forhold til avkastningen i markedsporteføljen. Betaverdien kan derfor bli sett på som et relativt mål på hvor stor risiko som er knyttet til selskapet, og hvordan endringer påvirker aksjens avkastning i forhold til avkastningen i markedet. En aksje med beta lavere enn 1, betyr at den har lavere risiko enn markedsporteføljen og at aksjeavkastningen svinger mindre enn avkastningen i markedet. En betaverdi over 1 betyr at aksjens avkastning vil svinge mer enn avkastningen i markedet, og at det er knyttet høyere risiko til aksjen (Bøhren og Michalsen, 2010).

Det må tas stilling til hvor langt bak i tid man skal bruke historiske tall på avkastning til å beregne betaverdien. Bøhren og Michalsen (2010) anbefaler 50-60 observasjoner for å kunne få et godt estimat. Videre bør verdier for de siste 1-2 årene bli brukt, da disse er mest aktuelle i forhold til selskapets posisjon i dag. Jeg velger derfor å bruke ukentlige avkastningstall fra de siste 12 månedene i mine estimer. Jeg tar utgangspunkt for den ukentlige avkastningen til DOF ASA og for OAAX på børsen i 2010. OAAX er en indeks for avkastningen til alle aksjene på Oslo Børs (Bøhren og Michalsen, 2010).

Jeg kom i beregningen frem til en beta verdi på 0,32. Ut ifra dette estimatet har DOF ASA i følge mindre risiko knyttet til aksjen noe som betyr at den svinger mindre enn avkastningen til markedet (Bøhren og Michalsen, 2010).

.

Økonomene James C. Van Horne og John M. Machowicz, Jr. forklarer at det ofte kan være hensiktsmessig å gjøre en justering av selskapsbetaen ved hjelp av formelen til Merrill Lynch fordi det ofte er slik at betaen har en tendens til å vende tilbake til markedsbetaen. Et eksempel på at dette skjer kan være fordi økonomiske faktorer har effekt på hvordan selskapet er finansiert samt andre forhold i virksomheten. Jeg velger derfor å justere betaen til DOF ASA for Merryl Lynch sin formel (Van Horne og Machowicz, Jr., 2008).

- $\beta^* = (2/3) * \beta + (1/3) * 1.000$
- $\beta^* = (2/3) * 0,3136866 + (1/3) * 100$
- $\beta^* = 0,54$

Denne justeringen blir gjort for å vekte mellom den forventede verdien for beta som er 1 før beregningene er gjennomført og den betaverdien som jeg kom frem til i beregningene mine. Tallmaterialet for beregningen av beta er hentet fra Oslo Børs og fremkommer på side 121-122.

9.1.3 Beregning av risikofri rente

For beregning av risikofri rente vil jeg bruke 3 måneder effektiv NIBOR rente. NIBOR brukes som en veiledende rente mellom bankene. For å komme frem til den endelige risikofrie renten som skal brukes i beregningene må NIBOR renten justeres for en risikopremie samt 28 % skatt. For å komme frem til et estimat på hva risikopremien bør være tar jeg utgangspunkt i 15 % av NIBOR. Dette gir etter en skatteprosent på 28% en gjennomsnittlig risikofri rente på 2% (Knivsfå, 2011).

Beregning av risikofri rente					
	2007	2008	2009	2010	Gj. 2007-2010
Nibor rente 3 mnd.	0,049	0,062	0,024	0,025	0,040
`-Risikopremie 15 % av Nibor	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
`= Risiko fri rente før skatt	0,04	0,05	0,02	0,02	0,03
`-Skatt	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
`= risikofri rente etter skatt	0,03	0,03	0,01	0,01	0,02

Tabell 21 - Beregning av risikofri rente

Kilde: (Norges Bank)

9.1.4 Beregning av markedets risikopremie

Markedets risikopremie viser differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten. I praksis vil det være umulig å forutse hva den forventede avkastningen til markedet vil være, og man må derfor benytte seg av tall fra tidligere år for å kunne estimere et realistisk estimat for markedets risikopremie (Bøhren og Michalsen, 2010).

Johnsen (1996) argumenterer for at en gjennomsnittlig markedsrisikopremie for et selskap notert på Oslo Børs ligger på ca 5%. Dette tallet ligger under en årlig gjennomsnittlig markedsrisikopremie på 7,6% det siste århundre, som blir anbefalt av Brealey, Myers & Marcus(2007). Det vil være en viss usikkerhet knyttet til om dette tallet beskriver en normal periode siden vi ikke vet om tallet i realiteten er basert på en typisk periode. Jeg velger å bruke en markedsrisikopremie på 5 % i mine beregninger (Brealey, Myers & Marcus, 2007).

9.1.5 Vurdering av likviditetspremie λ

En likviditetspremie blir tillagt egenkapitalkravet om aksjen blir vurdert til å være vanskeligere å selge eller å kjøpe på grunn av at det er forhold som påvirker tilgjengeligheten på aksjen. Dette kan være forhold der aksjene i et selskap ikke er notert på børsen, eller knyttet til eierforhold der aksjene i stor grad eies av en familie (Bøhren og Michaelsen, 2010). DOF ASA er et familie drevet selskap der aksjene i hovedsak er i familieeide av familien Møgster som eier 50,76 % (DOF ASA, Årsrapport 2010). Dette betyr at aksjen vil være mindre likvid og jeg velger derfor å legge til en premie på egenkapitalkravet. I følge Bøhren og Michaelsen (2010) vil et tillegg på 5 prosent poeng i egenkapitalkravet bli sett på som et vanlig tall for et mindre likvid unotert selskap. I DOF ASA sitt tilfelle er selskapets aksjer mindre likvide på grunn av eierstrukturen, men blir samtidig ikke sett på som vanskelig å omsette på Oslo Børs, da det omsettes et stort antall aksjer hver dag. Det vil dermed være mindre risiko knyttet til likviditeten i aksjen sammenlignet med et unotert selskap. Jeg velger derfor å redusere den anbefalte likviditetspremien som skal legges til egenkapitalkravet til 2 %.

9.1.6 Beregning av avkastningskrav på egenkapital

Ved bruk av formelen for avkastningskrav på egenkapital får jeg følgende resultat:

- $E(r_j) = 0,02 + 0,54(0,05) + 0,02$
- $E(r_j) = 0,067$

Mine beregninger viser at kravet til avkastningen på investorens egenkapital vil være på 6,7 %.

9.1.7 Diskusjon knyttet til kapitalverdimodellen

Teorien rundt CAPM gir en oversiktlig og lett forståelig fremstilling av forholdet mellom egenkapital og risiko i markedet for verdipapirer. I virkeligheten er sammenhengen mellom avkastning og risiko mer komplisert noe som modellen ikke viser (Finansdepartementet, 2009-2010 - regjeringen.no).

CAPM modellen er basert på en rekke forutsetninger. Den krever blant annet at investorene som befinner seg i aksjemarkedet kun fokuserer på risikoen som er i markedet og har optimalt diversifiserte porteføljer, dermed er det også transparens i all tilgjengelig informasjon og et perfekt kapitalmarked. I realiteten vil disse kravene være ikke eksisterende (Brealey, Myers og Marcus, 2007).

Brealey, Myers og Allen (2006) forklarer at selv om teorien rundt CAPM ikke er helt optimal, så er det en relativt simpel metode som blir sett på som en av de vanligste modellene til å vise forholdet mellom risiko og avkastning. Modellen vil ikke klare å fange opp alle relevante faktorer, men hjelper allikevel å beskrive de viktigste hovedtrekkene ved beregningen av avkastningskravet. Jeg velger derfor å bruke mitt estimat på egenkapitalkravet fra modellen i mine videre beregninger.

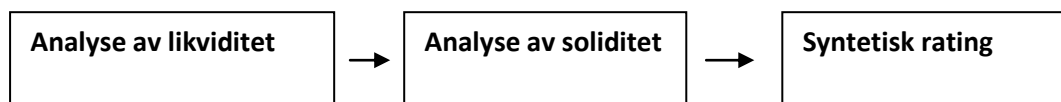
9.2 Analyse av gjeldskrav

DOF ASA finansierer store deler av sin drift gjennom gjeld. Det er derfor aktuelt å analysere hvordan dette momentet påvirker selskapet sitt avkastningskrav. I følge Brealey, Myers and Marcus (2007) er det knyttet to typer kostnader til et selskaps gjeld. Den ene kostnaden oppstår i forbindelse med å dekke renteutgifter på lånet. Den andre kostnaden er en premie som må ses i forhold til selskapets kredittrisiko og hvilke følger dette har for långiveren. Kredittrisikoen er usikkerheten knyttet til selskapets evne til å dekke kravene forbundet med lånet, noe som fører til at kapital stilleren vil kreve en høyere avkastning for økt risiko. For å kunne beregne gjeldskravet til DOF ASA vil jeg nå se videre på selskapets kredittrisiko for å kunne beregne en kreditrisikopremie. Jeg gjør det samme for Farstad Shipping ASA og Solstad Offshore ASA, for å se på risikoen som er knyttet til DOF ASA i forhold til bransjens risiko.

9.2.1 Kredittrisiko og kreditrisikopremie

Kredittrisikoen er i følge Knivsflå (2011) risikoen for at et selskap ikke klarer å tilbakebetale lånet eller renter som avtalt og påfører kreditorene et tap. For å utsette kapitalen for risiko forventer långiveren å få en ekstra premie utover rentene på lånet. Kreditrisikopremien må selskapet som låner kapitalen betale ekstra til kreditoren for å kompensere for risikoen som er forbundet med at de kan få problemer og ikke klarer å betale tilbake lånet som avtalt. Kreditrisikopremien avhenger av sannsynligheten for at en konkurs inntreffer og tapsprosenten ved en konkurs (Knivsflå, 2011).

Det vil være aktuelt å undersøke risikoen til DOF ASA gjennom å foreta analyser av hvordan selskapets likviditet og soliditet er; dette gjøres ved å finne ut hvordan kredittrisikoen er på kort og lang sikt. Analysen av selskapets samlede kredittrisiko kommer til uttrykk gjennom en kredittrating som viser risikoen for kreditorene ved sannsynligheten for at selskapet får problemer og ikke klarer å finansiere sine aktiviteter og dermed går konkurs. Kredittratingen gir oss dermed risikopremien som investorer får for å investere i DOF ASA, i forhold til å investere i andre selskaper som er i markedet (Penman, 2010).



Figur 10 - Rammeverk for risikoanalyse

Kilde: (Knivsflå, 2011)

9.2.2 Valg av analysevariabler

Jeg velger å bruke Knivsflå (2011) sin foreslåtte kredittrisiko rating med grunnlag av fire forskjellige forholdstall for å få en indikasjon på risikoen i DOF ASA og bransjen.

Nøkkeltallene som vil være med i analysen er:

- Likviditetsgrad 1 og 2
- Egenkapitalprosent
- Rentedekningsgrad
- Nettodriftsrentabilitet

9.2.3 Analyse av likviditet

Et selskaps kortsiktige kredittrisiko er i følge Eklund og Knutsen (2011) knyttet til et selskaps betalingsevne. Likviditetsvansker oppstår når bedriften ikke klarer å dekke sine forpliktelser ved forfallstidspunktet, og resultatet kan være at virksomheten går konkurs.

Jeg vil beregne risikoen ved likviditetsgraden 1 og 2 samt gjeldsdekningsgraden og får analysert hvor økonomisk stabilt DOF ASA er i sin daglige drift.

Eklund og Knutsen (2011) foreslår følgende omgrupperinger og korrigeringer for beregning av nøkkeltallene, samt normer for likviditetsgradene. Kassakreditt blir oppfattet som en langsiktig gjeldspost og føres under langsiktig gjeld. Mest likvide omløpsmidler blir beskrevet som likvider samt det som kan omgjøres til likvider ved en transaksjon. Dette vil i realiteten være omløpsmidler med unntak av varelager. Krav til likviditetsgradene er at likviditetsgrad 1 skal være større enn 2, og for likviditetsgrad 2 gjelder at den skal være større enn 1.

Ved beregningen av likviditetsgrad 1 bruker jeg formelen til Eklund og Knutsen (2011):

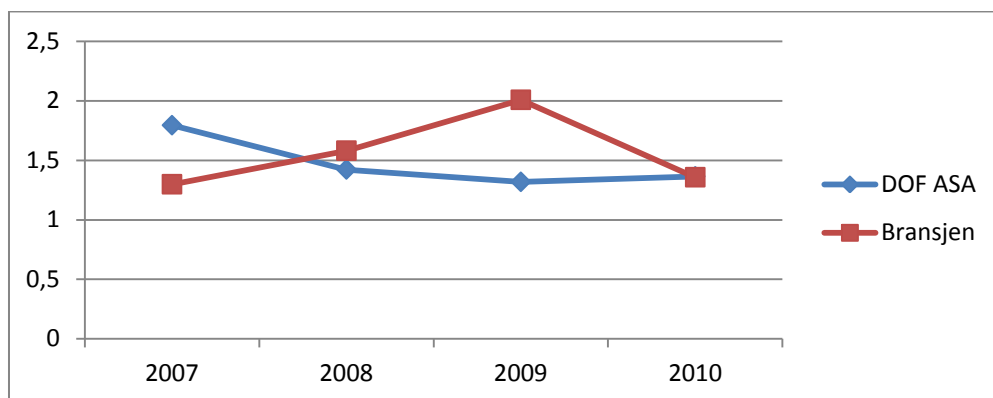
- $\text{Likviditetsgrad 1} = \text{Omløpsmidler} / \text{Kortsiktig gjeld}$

Likviditetsgrad 1		2007	2008	2009	2010
DOF ASA		1,79	1,42	1,32	1,36
Bransjen		1,30	1,58	2,01	1,36

Tabell 14 - Beregning likviditetsgrad 1 for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA, Eklund og Knutsen, 2011)

Ut ifra kravene som blir nevnt på forrige side ligger både DOF ASA og bransjen godt under 2, med unntak av i år 2009 da bransjen så vidt kom over dette målet. Eklund og Knutsen (2011) mener at dette nøkkeltallet ikke bestandig egner seg for analyse fordi det ikke fanger opp stillingen eller endringen til et selskaps likviditet på en god nok måte.



Figur 11 - Grafisk presentasjon av likviditetsgrad 1 for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

Ved beregning av likviditetsgrad 2 bruker jeg formelen til Eklund og Knutsen (2011):

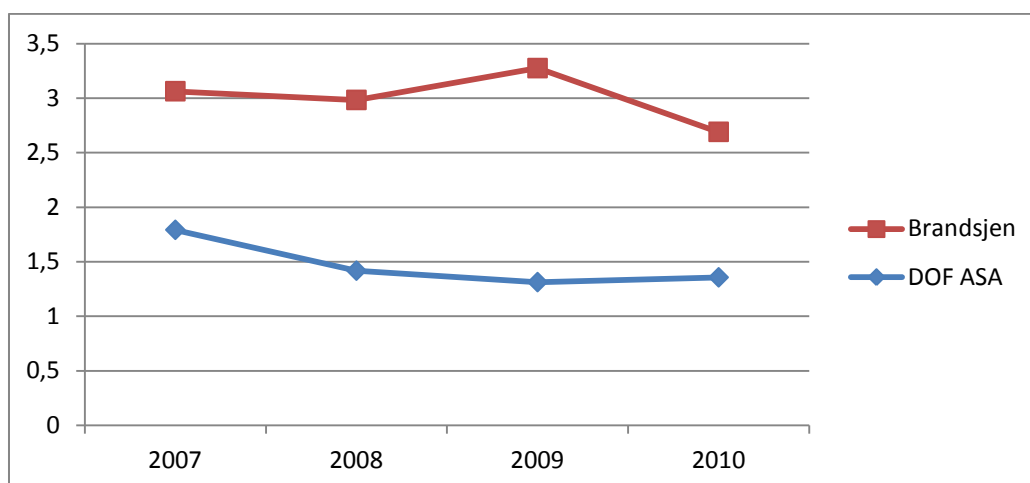
- Likviditetsgrad 2 = Mest likvide omløpsmidler/ Kortsiktige gjeld

Likviditetsgrad 2	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	1,79	1,42	1,31	1,36
Brandsjen	1,27	1,57	1,96	1,33

Tabell 15 - Beregning av likviditetsgrad 2 for DOF ASA og brandsjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA, Eklund og Knutsen, 2011)

For beregningen av likviditetsgrad 2 kommer både DOF ASA og brandsjen godt ut i forhold til kravet om at dette forholdstallet bør være større enn 1.



Figur 12 - Grafisk presentasjon av likviditetsgrad 2 for DOF ASA og brandsjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010))

9.2.4 Analyse av soliditet

I følge Penman (2010) er langsiktig risiko knyttet til virksomhetens evne til å være i stand til å dekke krav som strekker seg lengre frem i tid. Selskapets forfatning og den økonomiske oppbyggingen vil derfor være avgjørende for hvor god økonomisk kapasitet virksomheten har til å finansiere sine aktiviteter og dens evne til å dekke tap over en lengre periode for å holde seg solvent og unngå en konkurs. For å kunne analysere DOF ASA sin soliditet vil jeg beregne egenkapitalprosenten og rentedekningsgraden (Penman, 2010).

9.2.5 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten beskriver hvor stor DOF ASA sin egenkapitalandel er i forhold til de totale eiendelene som selskapet har. Eklund og Knutsen (2011) viser til at jo mer egenkapital et selskap har i forhold til den totale kapitalen, jo bedre er selskapet i økonomisk stand til å tåle tap som reduserer egenkapitalen. Dette viser hvor solvent selskapet er og dermed evnen til å tåle dårlige perioder.

Formelen for egenkapitalprosent er i følge Eklund og Knutsen (2011):

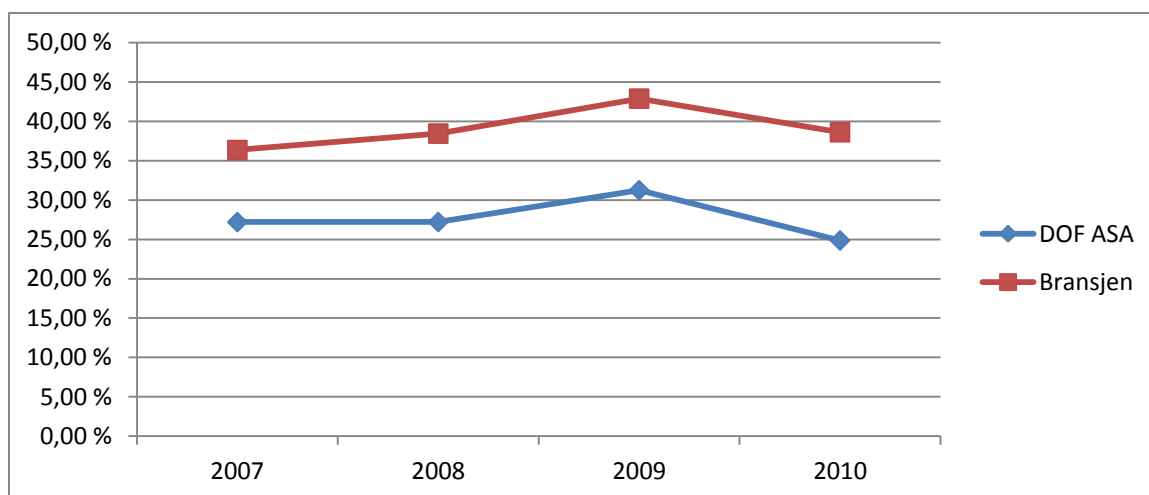
- Egenkapitalprosent: $\text{Egenkapital} \times 100\% / \text{Sum eiendeler}$

Egenkapitalprosent	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	27 %	27 %	31 %	25 %
Bransjen	36 %	38 %	43 %	39 %

Tabell 16 - Beregning av egenkapitalprosent for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

DOF ASA har hatt en relativ stabil andel av egenkapitalprosent gjennom perioden, med en liten reduksjon i 2010. Bransjen har hatt en høyere andel egenkapital i forhold til de totale eiendelene enn DOF ASA. I følge Eklund og Knutsen (2011) finnes det ingen fast fasit på hvor høy egenkapitalandelen bør være for en bedrift, da det vil være vanskelig å vurdere den eksakte verdien på egenkapitalen. Derfor opererer de heller ikke med noe måltall. En annen oppfatning finner jeg i Hoff (2010), hvor det beskrives at en bedrifts egenkapitalprosent vanligvis bør være større enn 30 %. DOF ASA ligger dermed litt under dette estimatet i noen av årene, men ettersom det finnes flere ulike typer bransjer og ulik vurdering av egenkapital innenfor disse så antar jeg at det lille avviket fra anbefalt egenkapitalandel i dette tilfellet vil være av mindre betydning.



Figur 13 - Grafisk presentasjon av egenkapitalprosent for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

9.2.6 Rentedekningsgrad

Formelen for rentedekningsgrad er i følge Eklund og Knutsen (2011):

- $\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$

Dette forholdstallet beskriver i hvilken grad selskapet klarer å dekke rentekostnadene sine. Tallet kan benyttes til å vurdere om selskapets belåningsgrad kan økes eller bør minkes i forhold til hva som virker forsvarlig ut ifra selskapets økonomiske situasjon.

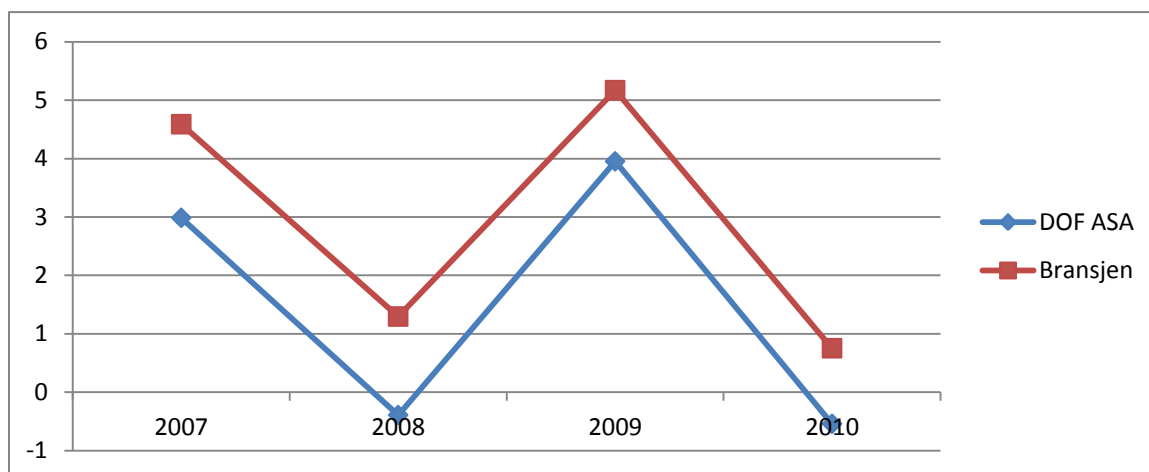
Rentedekningsgrad	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	2,99	-0,39	3,95	-0,54
Bransjen	4,59	1,30	5,17	0,75

Tabell 17 - Beregning av rentedekningsgrad for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

Ut ifra beregningene har DOF ASA hatt en negativ rentedekningsgrad i to av analyseårene mens bransjen har hatt en bedre økonomisk evne til å dekke sine rentekostnader gjennom perioden. DOF ASA har hatt store svingninger i urealisert agio og disagio i de ulike årene, noe som trolig er en følge av ustabiliteten i finansmarkedet. Dette har hatt stor påvirkning på resultatet både negativt og positivt og kan forklare noe av årsaken til den varierende rentedekningsevnen til selskapet. Eklund og Knutsen (2011) argumenterer mot at en bedrift

bør ha en rentedekningsgrad på 3, slik som mange hevder den bør være. Eklund og Knutsen (2011) mener at en bedrift skal være i stand til å betale sin rente på gjeld når den forfaller, men at forholdstallet ikke behøver å ha så mye mer å gå på. DOF ASA har hatt et negativt resultat i noen av årene, og rentedekningsgraden har dermed vært under 0, noe som ikke er bra for selskapet.



Figur 14 - Grafisk presentasjon av rentedekningsgrad for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

9.2.7 Rentabilitet av hovedformål

Formelen for rentabilitet av hovedformål er i følge Eklund og Knutsen (2011):

- Rentabilitet av hovedformål= Netto driftsresultat*100/ Gjennomsnittlig kapital bundet i hovedformål.

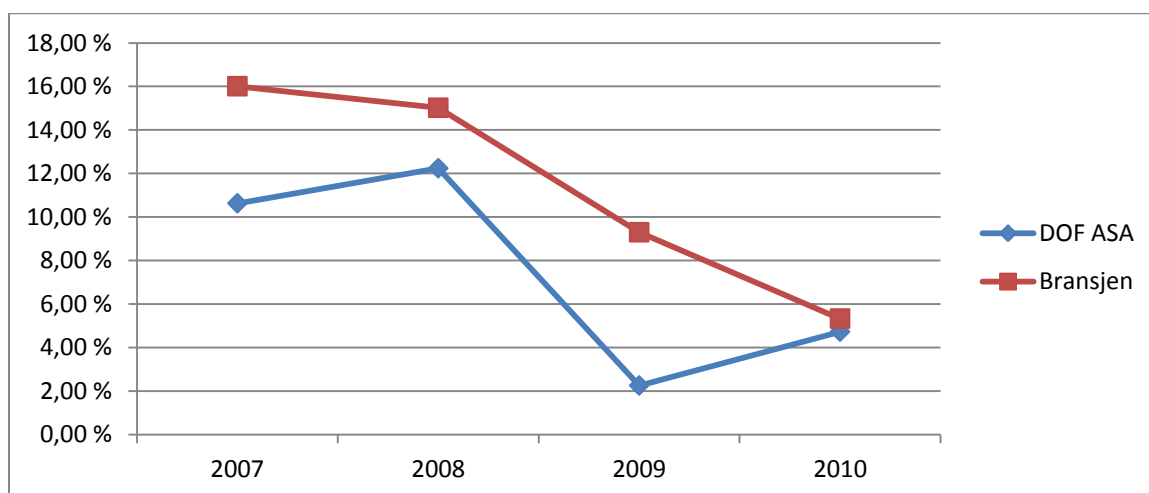
Her regnes forholdet mellom hvor mye driften kaster av seg, og hvor mye av kapitalplasseringen som gjennomsnittlig er investert i driften for å generere profit.

Rentabilitet av drift	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	5 %	7 %	2 %	2 %
Bransjen	4 %	14 %	14 %	4 %

Tabell 18 - Beregning av rentabilitet av drift for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

Vi ser at DOF ASA har noe lavere driftsrentabilitet enn bransjen generelt, og at avkastningen fra driften har sunket for alle selskapene i løpet av analyseperioden. Dette kan trolig forklares med dårligere inntjening som følge av reduksjon i etterspørselen etter selskapenes tjenester og produkter gjennom finanskrisen.



Figur 15 - Grafisk presentasjon av driftsrentabilitet for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

9.2.8 Syntetisk rating

Her fattes analysen av risiko basert på likviditets- og soliditetsanalysen sammen til en rating i form av en karakter som beskriver den spesielle risikoen som er knyttet til selskapet.

Internasjonale ratingbyrå som Standard & Poor`s og Moody`s har utarbeidet et system der konkursrisikoen blir vurdert i form av en rating der AAA er den sikreste risikogruppen, mens D er risikogruppen med høyest sannsynlighet for konkurs. Sannsynligheten for konkurs vil videre være med på å avgjøre DOF ASA sin kredittrisikopremie og til å beregne det finansielle kravet på gjeld, som vil bli brukt senere i oppgaven når selskapets gjeldskostnad skal beregnes. Jeg velger å bruke Knivsflå (2011) sin syntetiske rating tabell som er laget på grunnlag av Standard & Poor`s ratingsystem, men som er justert for å passe det norske markedet bedre.

Forslag til rating basert på 4 forholdstall

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 28% skatt)	Egenkapitalprosent (i forhold til TK)	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,094	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,160
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,200	-0,440
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 19 - Rating på basis av 4 forholdstall

Kilde: (Knivsflå, 2011)

9.2.9 Syntetisk rating av DOF ASA og bransjen

Syntetisk rating					
År	2007	2008	2009	2010	Gj. snitt 2007-2010
Likviditetsgrad 1	1,79	1,42	1,32	1,36	1,47
Egenkapitalprosent	0,27	0,28	0,31	0,25	0,28
Rentedekningsgrad	2,98	-0,39	3,95	-0,54	1,50
Rentabilitet av hovedformål	0,05	0,07	0,02	0,02	0,04
Tabell: Nøkkeltall DOF ASA					
År	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt 2007-2010
Likviditetsgrad 1	BBB	BB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	BBB	C	A	C	B
Rentabilitet av hovedformål	BBB	BBB	CCC	B	BB

Tabell 20 - Syntetisk rating basert på nøkkeltall for DOF ASA

Ut ifra mine beregninger i risikoanalysen av DOF ASA sine forholdstall med lik vekting av tallene for hvert år i perioden fra 2007 til og med 2010, kom jeg frem til at selskapet får en gjennomsnittlig rating B, noe som gir en konkursrisiko for virksomheten på 4,7% innen de neste 12 måneder. Klassifiseringen er noe lavere enn for bransjen som fikk gjennomsnittlig rating BB, noe som tilsvarer en konkursrisiko på 0,95% i følge ratingen for 2010 til Standard & Poor's (2011). Ut ifra tallene er konkursrisikoen som er knyttet til DOF ASA ikke helt ubetydelig. Men det er samtidig viktig å påpeke at ratingen er basert på forholdstall som har blitt påvirket av den urolige situasjonen i finansmarkedet, noe som har hatt en negativ effekt på DOF ASA og bransjens kredittrisiko.

Den teoretiske formelen for kreditrisikopremien er i følge Knivsflå (2011) :

$$\text{Kredittrisiko premie} = p \times t$$

Der:

- p = sannsynligheten for konkurs
- t = tapsprosenten ved konkurs

Mine beregninger ga en kredittrisiko rating på B noe som tilsvarer en teoretisk verdi der $p = 0,047$. I realiteten har det vært vanskelig å finne et godt tall som beskriver tapsprosenten ved konkurs, noe som vil være en faktor som endrer seg svært mye ut ifra hvilke bransjer som vurderes. Knivsflå (2011) har derfor utarbeidet en tabell for å justere tallene til praktiske verdier som vil være bedre egnet i analysesammenheng. Tallet som jeg bruker som kredittrisikopremie i videre beregninger er derfor basert på et estimat på $krp = 0,045$.

9.2.10 Beregning av finansielt gjeldskrav

På grunnlag av kredittrisikopremien til selskapet som jeg kom frem til ved hjelp av den syntetiske ratingen og den risikofrie renten som jeg har beregnet tidligere, skal jeg videre beregne det finansielle gjeldskravet for rentebærende gjeld.

Formelen for finansielt gjeldskrav blir ved hjelp av Brealey, Myers and Marcus (2007) følgende:

- Finansielt gjeldskrav etter skatt = Den risikofrie renten + Kredittrisikopremien
- Finansielt gjeldskrav etter skatt = $0,02 + 0,045$
- Finansielt gjeldskrav etter skatt = $0,065$

Avkastningskravet som jeg kom frem til på DOF sin finansielle gjeld er beregnet til å være på rundt 6,5 %.

9.3 Oppsummering av risikoanalysen og beregning av vektet avkastningskrav på gjeld og egenkapital

I kapittelet har jeg analysert risikoen hos DOF ASA som er finansiert gjennom gjeld og egenkapital. Videre har jeg beregnet hva avkastningskravet er hver for seg på gjeld og egenkapital. Den samlede kostnaden til selskapets kapital er et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkravet og gjeldskravet. Dette kommer frem ved å anvende modellen for WACC som jeg vil se nærmere på i neste avsnitt (Brealey, Myers og Marcus, 2007).

9.3.1 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Formelen for WACC viser i følge Bøhren og Michalsen (2010) graden på gjeld og egenkapital i et selskap, og hva det koster å binde opp denne kapitalen i driften. Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden etter skatt er dermed et mål på hva minimumsavkastningen i et selskap må være for at det skal være lønnsomt å drive, og blir brukt til å vurdere hvor lønnsom investeringen er i forhold til andre investeringer med lik risiko i markedet.

Et grunnleggende moment i teorien til Modigliani og Miller (1958) om kapitalstruktur, som man bør være kjent med i arbeidet med verdiberegning av et selskap, er at teorien kun fungerer i et velfungerende marked der all informasjon er fritt tilgjengelig for investorene som kun er rasjonelle i sin tankegang, samtidig som transaksjonskostnader er ikke eksisterende. I en slik situasjon som ikke vil være realistisk, vil det være slik at det totale gjennomsnittlige avkastningskrav og selve verdien til virksomheten ikke påvirkes av hvordan selskapet er bygget opp finansielt gjennom sin andel av gjeld og egenkapital (Modigliani and Miller, 1958).

Formelen for WACC etter skatt er i følge Brealey, Myers and Allen (2006):

- $$WACC = (D/V) \times K_d(1-T_m) + (E/V) \times K_e$$

Der uttrykkets komponenter står for:

- $V = \text{Gjeldsgrad} + \text{Egenkapitalsgrad}$
- $E/V = \text{Egenkapitalsgrad}$
- $D/V = \text{Gjeldsgrad}$
- $r_d = \text{Kostnad på gjeld}$
- $r_e = \text{Kostnad på egenkapital}$
- $T_c = \text{Selskapets marginale skatteprosent}$

- $$WACC = (0,42) \times 0,065 + (0,58) \times 0,067$$

Avkastningen på gjeld og egenkapital må etter beregningene mine være 6,6% for DOF ASA.

9.3.2 Diskusjon av WACC modellen og mine forutsetninger

Teorien rundt WACC modellen er en forenkling og vil i realiteten ikke fungere slik som beskrevet tidligere i oppgaven der den forutsetter urealistiske markedsforhold. Den tar ikke med faktorer som skatt og risiko for konkurs, som finnes i de reale kapitalmarkedene. Jeg skal bruke modellen i diskonteringen av fremtidig superprofitt fra drift senere i oppgaven, og har derfor bygget inn faktorer som jeg antar at har innvirkning på DOF ASA sin WACC gjennom min analyse av risiko og avkastningskrav. Modellen brukes i min oppgave med en skattejustering for å tilpasse den til et realistisk marked med skatt, risiko for konkurs samt andre faktorer. Videre må jeg forutsette at den prosentvise skatten, kapitalstrukturen og andre faktorer holdes konstant gjennom perioden, fordi endring i disse forhold kan øke eller minke den estimerte WACC, som er basert på aktuelle faktorer på beregningstidspunktet. Dermed kan mitt estimat av WACC brukes videre i mitt arbeid i verdsettelsesprosessen når jeg senere skal estimere avkastningskravet på fremtidig superprofitt fra drift (Brealey, Myers and Allen, 2006).

Et annet tema som jeg velger å tematisere er et moment knyttet til WACC som beskriver et sirkulasjonsproblem. Dette oppstår fordi formelen i metoden krever at vi vet graden av gjeld og egenkapital, som samlet utgjør virksomhetens totale verdi for å kunne beregne avkastningskravet. Paradokset oppstår når jeg bruker modellen for å kunne estimere et avkastningskrav som jeg er avhengig av for å kunne verdsette den totale verdien til selskapet senere i oppgaven. Dette viser i realiteten at verdien bestemmes av verdien. Konklusjonen min blir derfor at modellen er langt fra perfekt. Den fungerer fordi den er en forenkling av virkeligheten, som utelukker visse momenter fordi den ikke klarer å fange opp alle faktorer. Selv om det er mulig å gjøre visse tilnærminger for å forsøke å løse dette problemet vil jeg se bort ifra dette temaet i mine beregninger av WACC.

10. Analyse av selskapets lønnsomhet

Et viktig tema innenfor verdsettelse er analysen av selskapets avkastning. Det blir i artikkelen ”Valg av verdsettelsesmodell” av professor Frøystein Gjesdal (2012) beskrevet at det i superprofittmodellen fokuseres på verdidrivere i et selskap, der lønnsomhet og vekst bør analyseres. Jeg velger derfor å studere selskapets avkastning gjennom perioden samt å gjennomføre en vekstanalyse..

Jeg vil nå undersøke avkastningen til DOF ASA og de konkurrerende selskapene fra bransjen for å kunne evaluere hvordan den økonomiske prestasjonen er nå og hvordan den har vært gjennom analyseperioden. Målet er å få et reelt bilde over DOF ASA sin økonomiske posisjon i forhold til konkurrenter, hvor i selskapet avkastningen genereres og til å vurdere stabiliteten og lønnsomheten i inntjening i forhold til avkastningskravet. For å få denne innsikten beregnes og analyseres selskapenes nøkkeltall for egenkapitalrentabilitet. I hovedsak har jeg gjennomført beregningen på grunnlag av regnskapsmessige verdier som vil være faktiske tall fra regnskapene, i noen av analysene har jeg tatt med normale størrelser for å kunne vurdere tallene opp mot hverandre. Dette er viktig for å kunne vurdere den reelle profitten til selskapet, fordi den viser kjernen til lønnsomhet. Resultatregnskapet for normale poster danner grunnlaget for beregningene, da det ikke tar med poster som er midlertidige eller unormale. Disse postene har en negativ tendens til å `forurens` lønnsomhetsbildet, fordi de ikke fanger opp driverne til profitt som jeg ønsker å finne for å kunne estimere fremtidig lønnsomhet (Penman, 2010).

Selskapets avkastning vil påvirkes av både finansielle og driftsmessige aktiviteter. Jeg vil undersøke selskapets egenkapitalrentabilitet som også går under betegnelsen ROCE, for å se hvor høy lønnsomheten er fra de ulike aktivitetene. Nøkkeltallet dekomponeres videre for å analysere driverne til avkastningen. Driftsrelaterte og finansielle aktiviteter skilles fra hverandre for å se hvilken effekt de har hver for seg på ROCE og for å kunne undersøke hvordan opptak av gjeld genererer inntekter og kostnader (Penman, 2010).

I første omgang presenteres ROCE, før den 1. grads dekomponeres der driftsinntekter og finansinntekter skilles fra hverandre. Her undersøkes også DOF ASA sin finansiering gjennom gjeldsoptak, for å se hvordan effekten av belåning påvirker ROCE. Etter dette gjennomføres en 2. grads dekomponering for å analysere komponentene til profitabiliteten hos selskapets driftsrelaterte aktiviteter (Penman, 2010).

10.1 Beregning av ROCE

Dette nøkkeltallet angir hvor mye selskapet kaster av seg i forhold til totalt investert kapital og er et godt mål for å kunne sammenligne lønnsomheten til DOF med bransjen. Ved å studere selskapets ROCE for analyseårene, kan jeg se hva selskapet har prestert hvert år og hvordan det har utviklet seg gjennom perioden. Analysen av ROCE vil være fra år 2007 og frem til og med 2010, tall fra 2006 er tatt med for å kunne beregne gjennomsnittlige balanseverdier i analysen.

Formelen for ROCE er i følge Penman (2010):

- $ROCE = \text{Comprehensive income} / \text{Average CSE}$

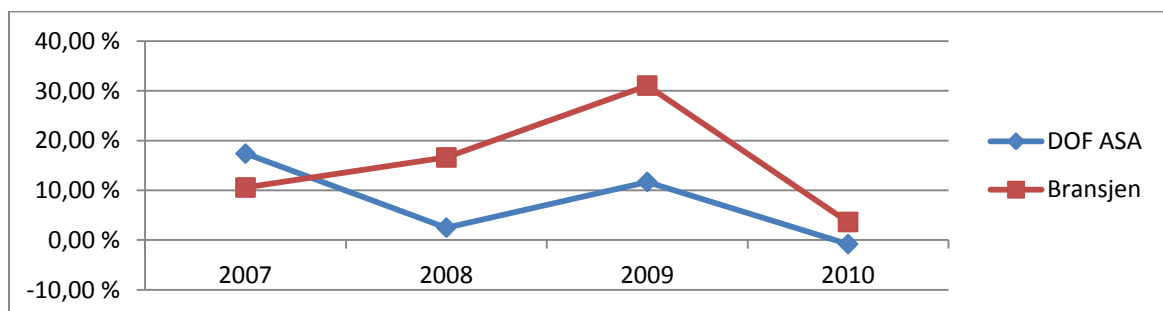
Der comprehensive income er fullstendig nettoresultat og for å estimere Average CSE brukes gjennomsnittlig alminnelig egenkapital for analyseperioden i mine beregninger.

ROCE	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	17 %	3 %	12 %	-1 %
Bransjen	11 %	17 %	31 %	4 %

Tabell 23 - Beregnet ROCE for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

DOF ASA og bransjen har hatt store svingninger i ROCE gjennom analyseperioden. Hvor det siste året har vært det året med dårligst avkastning på investert kapital både hos bransjen og hos DOF ASA. Noe av forklaringen på DOF ASA sin varierende rentabilitet kan knyttes til en negativ urealisert disagio i 2008 og lave finansinntekter i 2010.



Figur 16 - Grafisk presentasjon av ROCE for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

10.2 1. Grads dekomponering av ROCE

Egenkapitalrentabiliteten kan i følge Penman (2010) dekomponeres på følgende måte:

- $ROCE = RNOA + (FLEV \times SPREAD)$

10.3 2. Grads dekomponering av ROCE

Videre kan man i følge Penman (2010) gjennomføre en 2.grads dekomponering der RNOA deles opp i PM som er driftsmarginen og i ATO som står for asset turnover, for å analysere profitabiliteten fra driften.

Dekomponeringen som uttrykker driverne i RNOA, kan ifølge Penman (2010) vises gjennom denne formelen:

- $ROCE = (PM \times ATO) + (FLEV \times (SPREAD))$

De ulike komponentene i de to uttrykkene for 1. og 2. grads dekomponering som er vist i de ulike formlene over, består av forskjellige drivere som kort presenteres og beskrives nedenfor, for å gi et innblikk i de økonomiske sammenhengene og for å undersøke driverne til inntjeningen hos DOF ASA og blant konkurrentene i bransjen.

10.4 Beregning av RNOA

Formel for RNOA er i følge Penman (2010):

- $RNOA = OI/NOA$

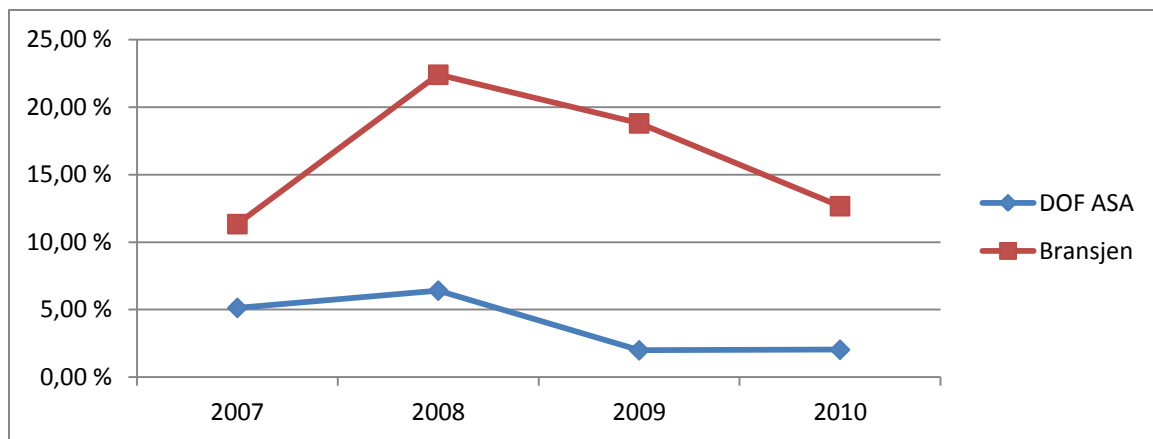
Dette nøkkeltallet forsøker i følge Penman (2010) å isolere de operasjonelle inntektene til selskapet, for å kunne vurdere selskapets lønnsomhet fra driften uten påvirkning fra de finansielle aktivitetene. RNOA viser det prosentvise forholdet mellom inntektene som kommer fra driftsrelaterte aktiviteter og hvor mye kapital som er bundet opp i å drifte disse aktivitetene. Er selskapet uten finansiell belåning vil RNOA være likeverdig med ROCE (Penman, 2010).

RNOA	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	5 %	6 %	2 %	2 %
DOF ASA (normale verdier)	4 %	5 %	2 %	1 %
Bransjen	4 %	15 %	13 %	4 %

Tabell 24 - RNOA for DOF ASA og bransjen 2010 for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Ut ifra beregningene over har DOF ASA generelt sett hatt en lavere inntjening på de operasjonelle aktivitetene i forhold til bransjen. Dette viser at de andre selskapene i bransjen har vært mer effektive i å generere inntekt gjennom driften av hovedaktivitetene sine i forhold til DOF ASA. Ser vi på forskjellen mellom DOF ASA sin regnskapsmessige RNOA og RNOA basert på de normale postene, kan man i hovedsak se hvordan effekten på av/nedskrivninger av anleggsmidler og goodwill samt salg og kjøp av anleggsmidler påvirker RNOA og gir et forvridd bilde av hva den normale driften kaster av seg. Tilsvarende har effekten av rederibeskatningen ført til en forhøyet RNOA i 2007, samt økte kostnader knyttet til rederiskatten i årene etter som reduserte RNOA.



Figur 17 - Grafisk presentasjon av RNOA for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

10.5 Beregning av FLEV

Formel for FLEV er i følge Penman (2010):

- $FLEV = NFO / \text{Average CSE}$

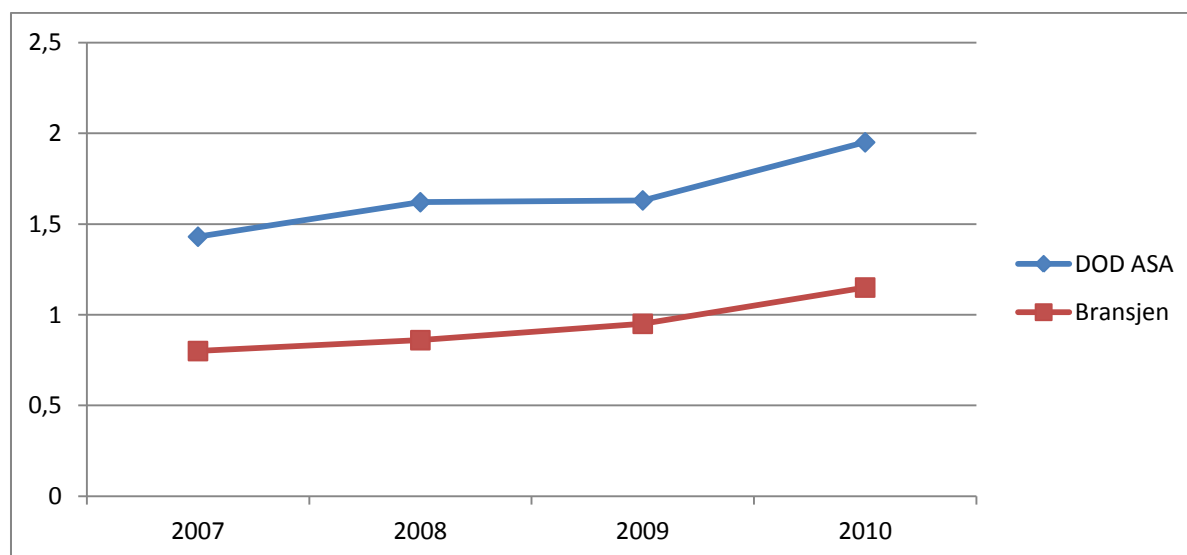
Denne komponenten tar for seg selskapets finansielle aktiviteter med hensyn til belåningsgrad og fokuserer på i hvilken grad selskapet finansierer sine operasjonelle aktiviteter gjennom lån eller egenkapital. Graden av lånefinansiering har effekt på egenkapitalavkastningen.

FLEV kan variere en del fra bedrift til bedrift, men vil normalt ligge på omlag 0,4. Selskapene kan vise til høye verdier gjennom analyseperioden. Dette har sammenheng med den høye belåningsgraden for å finansiere skipsflåten som selskapene innenfor bransjen har. DOF ASA og bransjen har hele tiden økt belåningsgraden i perioden (Penman, 2010).

FLEV		2007	2008	2009	2010
DOF ASA		1,59	1,74	1,75	2,07
Bransjen		0,8	0,86	0,95	1,15

Tabell 25 - Beregnet FLEV for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)



Figur 18 - Grafisk presentasjon av FLEV for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

10.6 Beregning av SPREAD

Formel for SPREAD er i følge Penman (2010):

- $SPREAD = RNOA - NBC$

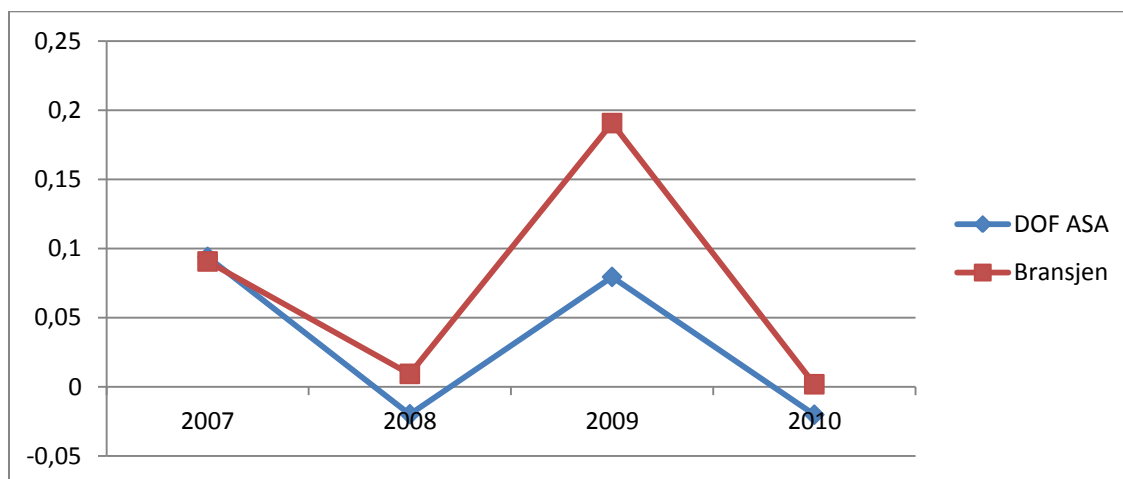
Det fremkommer i Penman (2010) at SPREAD viser om belåningen er fordelaktig for selskapet ved at den gir høyere avkastning på de operasjonelle eiendelene enn kostnadene ved å lånefinansiere disse aktivitetene. I motsatt tilfelle der lånekostnadene er høyere enn avkastningen fra de operasjonelle aktivitetene, vil belåningen være ufordelaktig for selskapet og kapital går tapt (Penman, 2010).

Spread		2007	2008	2009	2010
DOF ASA		0,094	-0,020	0,079	-0,020
Bransjen		0,091	0,009	0,191	0,002

Tabell 26 - Beregnet SPREAD for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

I 2008 og 2010 har DOF ASA hatt en negativ spread, der belåningen har vært negativ for selskapet og kostnadene for lånet i de to årene har vært høyere enn det driften har kastet av seg. Bransjen har også hatt en lavere avkastning fra driften i de samme årene, og trolig har den urolige situasjonen i økonomien hatt en negativ innvirkning på selskapenes økonomi i disse årene.



Figur 19 - Grafisk presentasjon av SPREAD for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

10.7 Beregning av ATO

Ifølge Penman (2010) står ATO for asset turnover (omløpshastighet) og er gitt ved følgende formel:

- $ATO = \text{Sales} / \text{NOA}$

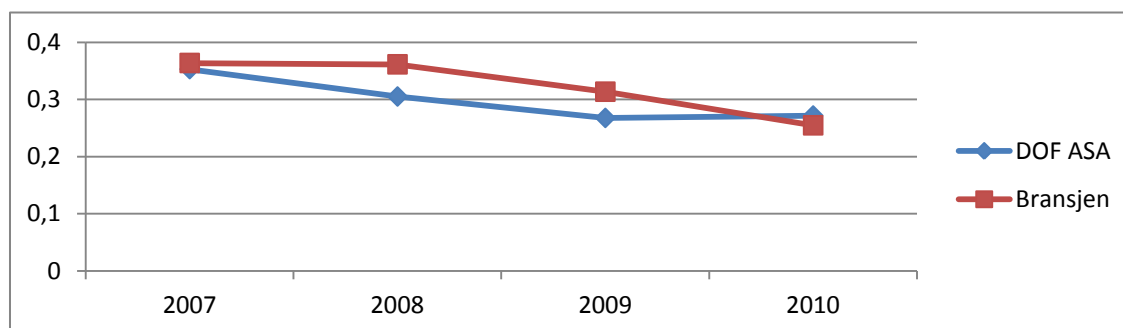
ATO kan brukes for å analysere hvor godt selskapets driftsrelaterte profitabilitet er, ved å fokusere på hvor effektivt ressursene utnyttes i selskapet til å generere inntekt. Formelen består av salg i forhold til net operating assets. Nøkkeltallet kan brukes til videre analyse, der $1/ATO = \text{Sales} / \text{NOA}$ forklarer oss hvor mye driftskapital som må til for å generere 1 kr i inntekt. ATO blir dermed sett på som evnen til å generere salg ved hjelp av de driftsrelaterte aktivitetene (Penman, 2010).

ATO		2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
DOF ASA		0,35	0,30	0,27	0,27	0,30
Bransjen		0,36	0,36	0,31	0,25	0,32

Tabell 27- Beregnet ATO for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Ut ifra tallene i tabellen over og informasjonen fra resultatregnskapet har DOF ASA gjennom perioden økt sine netto driftseiendeler betraktelig hvert år, mens den forholdsmessige inntektsstigningen ikke har beveget seg like mye i de ulike årene. Dette har resultert i en lavere ATO, selv om både selskapet har økt beholdningen av driftseiendeler samtidig som inntektene har økt. Noe som viser at høyere NOA ikke nødvendigvis øker inntekter. Selskapet bør vurdere hva som er den optimale sammensetningen av NOA og inntekt. Sammenlignet med bransjen ligger de under deres driftsprofitabilitet gjennom de tre første årene.



Figur 20 - Grafisk presentasjon av ATO for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

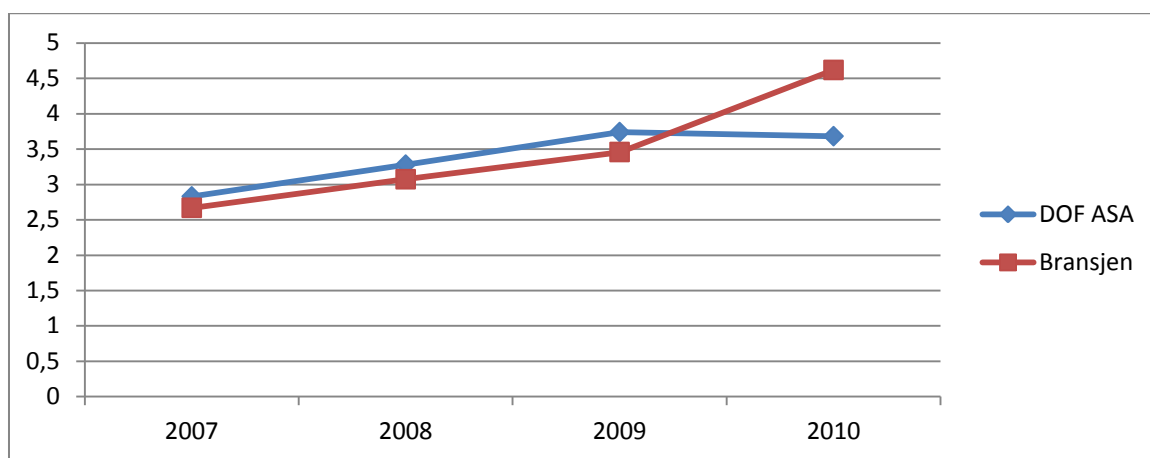
Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

1/ATO		2007	2008	2009	2010
DOF ASA		2,83	3,28	3,74	3,68
Bransjen		2,67	3,07	3,46	4,62

Tabell 28 – 1/ATO beregnet for DOF ASA og bransjen 2007-2010.

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Nøkkeltallet 1/ATO viser at DOF ASA gjennom perioden bruker mer driftskapital til å generere inntekt enn det som er vanlig blant selskapene i bransjen. Men i 2010 har DOF ASA vært mer effektiv enn bransjen til å utnytte driftskapitalen sin til å skape inntekt.



Figur 21 - Grafisk presentasjon av 1/ATO for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

10.8 Beregning av PM

PM står for profittmargin og kan regnes ut ved følgende formel i følge Penman (2010):

- Operating profit margin $PM = OI \text{ (after tax)} / \text{Sales}$

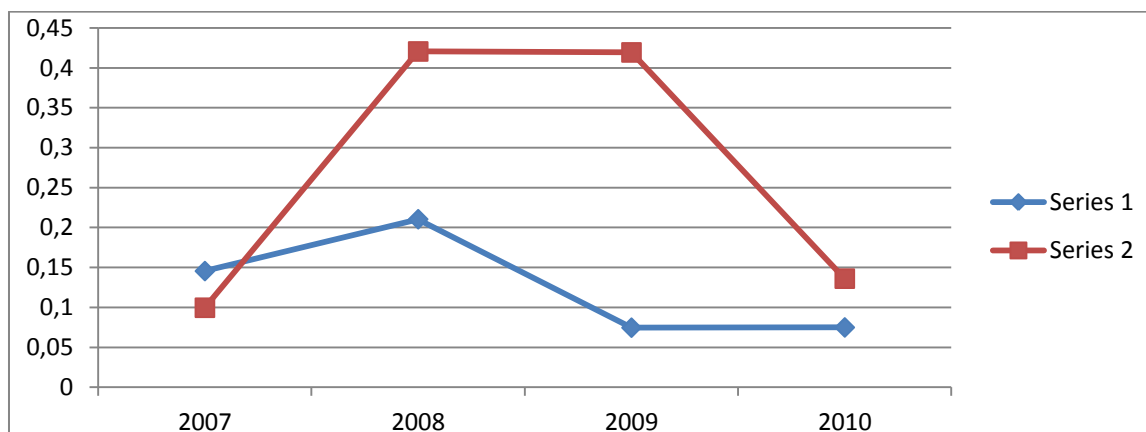
Dette nøkkeltallet viser hvor profitabelt et selskaps driftsaktiviteter er, ved å beskrive, hvor stor andel av inntekten etter at skatt og kostnader er trukket fra som selskapet sitter igjen med i forhold til det totale salget. Dette lønnsomhetsmålet utgjør sammen med effektivitetsmålet som jeg fant i ATO, de to driverkomponentene i RNOA.

PM	2007	2008	2009	2010
DOF ASA	14,5 %	21,0 %	7,5 %	7,5 %
DOF ASA (normale poster)	11,7 %	15,9 %	9,5 %	5,2 %
Bransjen	10,0 %	42,1 %	41,9 %	13,6 %

Tabell 29- Beregnet PM for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

Ut ifra beregningene har DOF ASA størst resultat fra sine finansielle aktiviteter og kun en liten del som er et resultat fra driften. Det samme gjelder også for bransjen, selv om de har en høyere andel av deres resultat som er knyttet til deres operasjonelle inntekter i forhold til DOF ASA. Samtidig er det viktig å påpeke at unormale poster gjennom perioden har gitt en høyere profittmargin hos DOF ASA i 3 av årene, enn det som vil være knyttet til normale poster. Ser man på året 2009 påvirket selskapets høye avskrivning av anleggsmidler samt tap ved salg av anleggsmidler selskapets profittmargin betraktelig.



Figur 22 - Grafisk presentasjon av profittmargin til DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA – Årsrapport 2007 - 2010)

10.9 Konklusjon av lønnsomhetsanalysen

Tallene fra analysen av lønnsomhet har fungert som en `benchmark` for det analyserte selskapet i forhold til hva konkurrentene i bransjen har prestert. Den har også gitt meg viktig informasjon over hvordan selskapets profitt genereres og hva finansieringen av aktivitetene egentlig koster. Samtidig har jeg også fått et fokus på hva den reelle driften kaster av seg, og hvordan unormale poster er med på å forvri `bildet` av lønnsomheten til DOF ASA. Den normale lønnsomheten gir indikasjoner på faktorer som kan brukes som fundament når jeg senere vil estimere fremtidsregnskapet.

Jeg vil nå undersøke hvordan DOF ASA sin vekst har vært gjennom analyseperioden, for å kunne vurdere utviklingen til selskapet og for å skaffe verdifull informasjon som jeg vil bruke videre i oppgaven min til å utarbeide en prognose for fremtidsregnskapet.

11. Analyse av vekst

Gjennom analysen av DOF ASA sine regnskapstall for de siste årene har jeg avdekket viktig informasjon om hvordan selskapets økonomiske posisjon har vært gjennom den undersøkte perioden. I analysen av profitabilitet fant jeg avkastningen og driverne til lønnsomheten, noe som gir nyttig informasjon som videre kan brukes når jeg skal analysere veksten hos selskapet. Informasjonen som jeg får fra veksten kan videre brukes i arbeidet med å prosjektere den fremtidige utviklingen til DOF ASA ved å budsjettere og sette opp et fremtidsregnskap (Penman, 2010).

11.1 Vekst og evne til å generere superprofitt

Et selskap kan i følge Penman (2010) vise til positiv vekst uten at det blir generert noe overskudd over det som kreves som avkastning på egenkapitalen. Jeg ønsker derfor å se på om selskapet har hatt evne til å generere superprofitt på avkastningen gjennom analyseperioden (Penman, 2010).

Formelen for superprofitt fremkommer i Penman (2010):

$$\text{Residual earnings} = (\text{ROCE} - \text{Required return for equity}) \times \text{Ek}(t-1)$$

Tall i 1000 NOK:

År	2008	2009	2010
Superprofitt	-130541	152732,2	-304040
Superprofitt i prosent	-0,04	0,05	-0,08

Tabell 30 - Beregnet superprofitt for 2008-2010

Kilde: (DOF ASA)

I mine beregninger som jeg har gjennomført for å undersøke om DOF ASA har hatt evne til å oppnå superprofitt gjennom analyseperioden, viser det seg at selskapet kun har generert superprofitt i 2009, mens avkastningen på egenkapitalen har vært negativ for årene 2008 og 2010. Dette viser at DOF ASA har hatt en positiv vekst i 2008 uten at dette har resultert i noen positiv avkastning over egenkapitalkravet på egenkapitalen. I 2010 hadde selskapet en negativ utvikling i veksten, og det ble dermed ikke generert noe superprofitt i dette året.

11.2 Vekst av nøkkeltall

Selskapets vekst kan undersøkes nærmere ved å studere endringen i noen av nøkkeltallene til DOF ASA som ble beregnet tidligere i oppgaven. Nøkkeltallene som jeg ønsker å se nærmere på er endring i NOA, NFO og CSE gjennom årene.

Tall i 1000 NOK:

År	2008	2009	2010
Endring NOA	3647719	3020403	3763808
Endring NOA i prosent		-0,17	0,25
Endring NFO	2543739	1893258	3149234
Endring NFO i prosent		-0,26	0,66
Endring CSE	1103980	1127145	614574
Endring CSE i prosent		0,02	-0,45

Tabell 31- Endring i nøkkeltall for 2008-2010

Kilde: (DOF ASA Årsrapport 2007-2010))

I tabellen over har jeg først beregnet hvordan DOF ASA sin endring i net operating assets har vært i perioden. Den prosentvise endringen var negativ med 17% fra 2008 til 2009, mens utviklingen har vært positiv fra 2009 og 2010 der det var en positiv vekst på 24%. Dette viser at selskapet først reduserte sine net operating assets, for så å øke dem igjen.

Videre har jeg også beregnet endringen i net financial obligations som har vært negativ mellom 2008 og 2009 med en negativ vekst trend som ga en reduksjon på 25%. Fra 2009 og 2010 har utviklingen derimot vært positiv og veksten har vært på 66%. Tallene viser at selskapet reduserte sine net financial obligations i 2009, mens de øktes betraktelig i 2010.

Beregningen av selskapets endring i CSE viser at selskapet har hatt vekst i alminnelig egenkapital fra 2008 til 2009 med 2,1%, mens den ble redusert med 45,5% mellom 2009 og 2010. Selskapet har dermed redusert sin CSE betraktelig i 2010.

11.3 Vekstprognose

For å kunne utarbeide et estimat på hvordan den fremtidige veksten i økonomien vil være har jeg funnet ut hva inflasjonsraten og realveksten i BNP forventes å bli i økonomien de neste årene. For årene etter 2010 forventes det en nominell vekst på 2,8% i 2011 og det antas videre at den vil vokse i årene fremover til 5,3% i 2015 (Statistisk sentralbyrå, 2011). Jeg legger derfor til grunn en langsiktig vekstrate på 5,5 %.

I følge Norges Banks prognoser er forventningen til veksten i økonomien anslått å være 5,0 % i 2014, noe som viser at også deres vurdering av utviklingen i vekst er positiv, og det gir et inntrykk av at mitt estimat på 5,5 % virker fornuftig (Norges Bank, 2011).

11.4 Konklusjon av vekstanalysen

Beregningene over viser endringen i vekst for de ulike nøkkeltallene over en relativt kort tidsperiode for selskapet. Det er derfor vanskelig å fatte noen god konklusjon på grunnlag av den generelle vekstutviklingen til selskapet, da endringene ser ut til å variere en del fra år til år slik at det ikke er tegn til noen form for trend i veksten. Men for å oppsummere resultatene fra mine beregninger klarte selskapet kun å generere superprofitt i 2009. Videre kan jeg se at det har vært en negativ utvikling i selskapets CSE i 2010, mens det har skjedd en positiv endring i selskapets NOA og NFO fra 2009 til 2010. Trolig som en reaksjon på forbedringen i økonomien etter finanskrisen.

I arbeidet med å beregne DOF ASA sin aksjeverdi velger jeg å ta i bruk to forskjellige verdsettelsesteknikker for å sikre en mer objektiv analyse. Metodene jeg ønsker å bruke er fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. De to estimerte aksjeverdiene som jeg kommer frem til i beregningene, vil til sammen danne grunnlaget for hva verdien til aksjene i DOF ASA bør ligge på den 31. desember 2010, slik at jeg deretter kan sammenligne verdien med børskursen den 30. desember 2010 som var siste omsetningsdag i 2010. Jeg forventer ingen fundamentale verdiendringer mellom disse to dagene i selskapet.

Jeg har gjennom min utredning av DOF ASA drøftet teori og tilgjengelig informasjon for å få en dyp innsikt i virksomheten og markedsforhold som etter min mening er relevante for verdsettelsen. Den opparbeidede kompetansen vil jeg videre bruke til å `bygge` inn relevante drivere som danner grunnlaget for forventningen til fremtidig avkastning i fremtidsregnskapet.

12. Budsjettering av fremtidsregnskap

Gjennom omgrupperingen av resultatregnskapet tidligere i oppgaven skilte jeg ut de normale driftspostene. Det er i følge Gjesdal (2007) sin *artikkel "Omgruppering av resultatregnskapet for eierkontroll og verdsettelse"* disse postene som er å betrakte som verdiskapende for virksomheten i verdsettelsessammenheng og skal følgelig være med i budsjetteringen av fremtidsregnskapet.

Penman (2010) hevder at det er de normale driftspostene og selskapets konkurransemessige posisjon som fanger opp virksomhetens for potensial for fremtidig vekst. Kunnskapen som er basert på mine tidligere drøftinger, brukes nå til å utarbeide et fremtidsregnskap for DOF ASA som danner et grunnlag for min verdsettelse ved hjelp av modellen superprofitt fra drift. Før jeg kan sette opp fremtidsbudsjettet for selskapet må jeg ta ulike valg i forhold til hvilke drivere som beregningen skal baseres på samt å ta stilling til en passende budsjettperiode .

12.1 Valg av budsjettperiode

I arbeidet med å sette opp et fremtidsbudsjett må man ta hensyn til ulike forhold for å kunne vurdere budsjettthorisonten. Lengden på budsjetteringen avhenger av når selskapet forventes å begynne seg i "steady state" som beskriver en situasjon der selskapets kontantstrøm er forventet å vokse med en konstant vekstrate i det uendelige og at denne vekstraten er tilnærmet lik den generelle veksten i økonomien. Det er også viktig at kvaliteten på regnskapsføringen er god, slik at verdien på analyse materialet som jeg anvender i mine analyser er mest mulig lik den virkelige verdien. Jeg forventer at DOF ASA har muligheter for økt vekst, da de for tiden ekspanderer til nye markeder. På grunnlag av dette vurderer jeg at selskapet i mine beregninger vil nå "steady state" i år 2020 og setter opp et fremtidsregnskapet til DOF ASA for de neste 10 årene. Som tidligere beskrevet har jeg kommet frem til at vekstraten til selskapet vil ligge på 5,5 % når det i 2020 kommer i "steady state" som er lik veksten i den generelle økonomien (Penman, 2010).

12.2 Valg av verdidrivere

Budsjetteringen av fremtidsregnskapet vil bli utarbeidet på grunnlag av forventningene til følgende verdidrivere: driftsinntektsvekst, omløpshastighetsvekst og driftseiendelsvekst (Penman, 2010).

12.3 Vekst i driftsinntekter

Formel: $\text{Driftsinntekter}(t) = \text{Driftsinntekt}(t-1) * (1+g)$

Der(g) er veksten i normale fraktinntekter og driftsinntekter hos selskapet.

DOF ASA har hatt en sterk driftsinntektsvekst i årene mellom 2005 og 2008. Da finanskrisen sent i 2008 var et faktum, ga den negative ringvirkninger i verdensøkonomien. Etterspørselen etter DOF ASA sine frakttjenester sank som følge av at markedet kjøpte mindre olje og ble mer restriktive med sine innkjøp. Den reduserte etterspørselen etter oljerelaterte tjenester ga derfor en lav vekst i driftsinntektene til selskapet i 2009. I 2010 roet usikkerheten i markedene seg etter finanskrisen, og etterspørselen etter DOF ASA sine tjenester økte. Dette resulterte i en unormal sterk vekst i driftsinntektene i 2010 på hele 25%. Den spesielt høye økningen i inntekter dette året skyldes dermed trolig den unormalt lave veksten året før som lå på 7% hvor vi så en reduksjon i selskapets kontrakter. I 2007 var veksten på 18,23%, mens den i 2008 var på 19,45%. For å lage et anslag over fremtidig vekst har jeg undersøkt veksten i første kvartal i 2011. Inntektene er like som i første kvartal året før, og jeg forventer dermed at det ikke blir noe vekst i driftsinntekter i 2011. I og med at DOF ASA hele tiden arbeider med å vokse inn i nye markeder med sine tjenester, har jeg tro på at oljesektoren og selskapet vil ha en positiv utvikling fremover og forventer derfor at selskapet sin vekst vil ta seg opp i 2012 med 10%, for deretter å synke, slik at den gradvis nærmer seg den generelle veksten i økonomien på 5,5% i 2020.

Kilde: (DOF ASA - 1. kvartalsrapport 2010 og 2011)

12.4 Vekst i omløpshastighet

Formel: $\text{ATO}(t) = \text{ATO}(t-1) \times (1+g_{\text{ATO}})$

Jeg må også analysere omløpshastigheten og lage et estimat for fremtiden. Ut ifra mine tidligere beregninger kan jeg se at utviklingen til DOF ASA sin ATO har vært synkende gjennom de tre siste årene av analyseperioden. DOF ASA har i denne tiden økt sine NOA samtidig som inntektene fra driftsaktivitetene har økt. Det ulike forholdet som har oppstått mellom økningen i inntekter og økningen i eiendeler kommer til uttrykk gjennom en synkende ATO og viser at selskapet ikke har utnyttet sine eiendeler godt nok i vekstperioden til inntektsgenerering. Bransjen har gjennom perioden vært litt bedre enn DOF ASA i å være effektive og bruke sine driftseiendeler til å generere inntekter. Bransjen har dermed hatt en jevnere utvikling og kan vise til en gjennomsnittlig ATO på 0,3231.

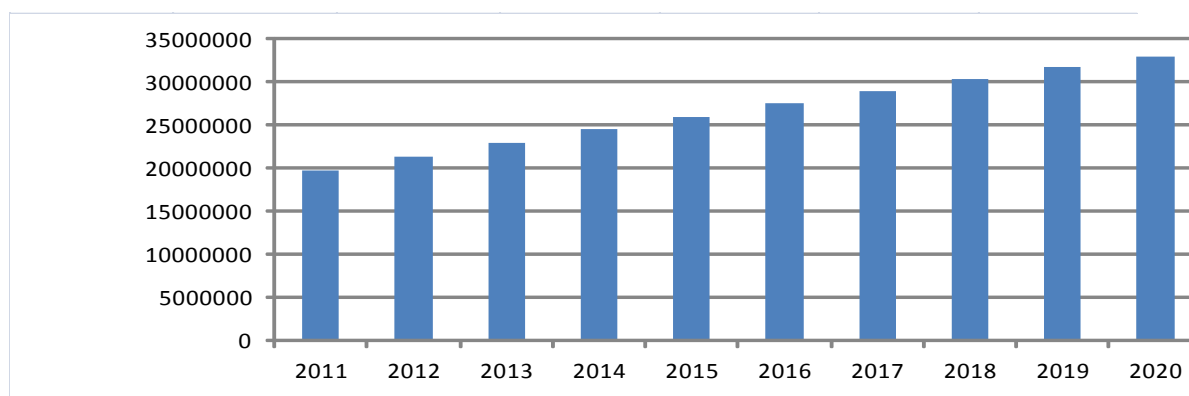
For mine fremtidsberegninger forventer jeg dermed at det vil bli en positiv vekst i ATO på 1,752 % årlig fra DOF ASA sitt utgangspunkt i 2010, slik at ATO går mot bransjegjennomsnittet på 32,31% i år 2020.

12.5 Vekst i driftseiendeler

I følge Penman (2010) er formelen: $NOA(t) = \text{Driftsinntekter}(t) / ATO(t)$

For å kunne estimere hva veksten i eiendeler som er knyttet til driften vil bli mot ”steady state”, bruker jeg informasjonen jeg har fått fra analysene av vekst i driftsinntektene og omløpshastigheten tidligere. Vekst utviklingen til driftseiendelene til DOF ASA for de neste årene vil baseres på forholdet mellom disse to faktorene.

Diagrammet viser veksten i driftseiendeler frem til år 2020.



Figur 23 - Vekst i NOA for DOF ASA 2011-2020

12.6 Budsjettering av profittmargin

For fremtidsregnskapet forventer jeg at de årlige driftskostnadene vokser med inflasjonsraten som SSB har prognostisert for årene 2011-2015, med henholdsvis 1.2%, 1.3%, 1.7%, 2.1% og 2.6% vekst (Statistisk Sentralbyrå, 2011). Etter år 2015 forventer jeg at inflasjonsraten vokser med 10% fra nivået i 2015 frem til år 2020. Profittmarginen kom jeg frem til ved først å regne ut resultatet etter skatt fra drift, med en skattesats som jeg har satt til 28% for så å bruke driftsinntektene og driftsresultatet i formelen til å beregne profittmargin etter Penman (2010).

I følge Penman (2010) er formelen for profittmargin:

$$\text{Operating profit margin}(t) (PM(t)) = \text{OI (after tax)}(t) / \text{Sales}(t)$$

Tall I 1000 NOK:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inntekt fra drift	5425440	5750966	6092459	6450452	6825481	7218083	7628791	8058140	8506656	8974862
Driftsres eks.skat	322092	509876	694027	874238	1046237	1218282	1388822	1555933	1717236	1869786
Estimert PM	0,059	0,089	0,114	0,136	0,153	0,169	0,182	0,193	0,202	0,208

Tabell 32 - Selskapets estimerte profittmargin for 2011-2020

12.7 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Jeg har på grunnlag av informasjonen som jeg har avdekket gjennom analysen av de interne og eksterne forholdene som jeg antar vil ha økonomiske konsekvenser for selskapet i fremtiden, utarbeidet en prognose over fremtidsregnskapet til DOF ASA frem til de kommer i ”steady state”. Kalkylen er basert på de driftsinntektene og driftskostnadene som jeg antar er normale og vil være relevante i beregningene av fremtidsregnskapet. Jeg har satt skattekostnaden for selskapet til 28% for budsjettperioden.

Tall I 1000 NOK:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	5425440	5750966	6092459	6450452	6825481	7218083	7628791	8058140	8506656	8974862
Driftskostnader	4978090	5042805	5128533	5236232	5372374	5526024	5699872	5897122	6121606	6377937
Driftsresultat F,(S)	447350	708162	963926	1214220	1453107	1692059	1928919	2161018	2385050	2596925
Driftsskatt 28% (S)	125258	198285	269899	339982	406870	473776	540097	605085	667814	727139
Driftsresultat E,(S)	322092	509876	694027	874238	1046237	1218282	1388822	1555933	1717236	1869786

Tabell 33 - Selskapets estimerte fremtidsregnskap for 2011-2020

13. Beregning av aksjeverdi med totalkapitalmetoden og ved hjelp av modellen for superprofitt fra drift

Selskapets verdi kan beregnes på grunnlag av dagens verdi av eiendeler knyttet til drift samt verdien til den neddiskonterte kontantstrømmen til superprofitten inklusive terminalverdien for å fange opp verdien av den evige veksten. Jeg vil bruke følgende formel fra Penman (2010) til å beregne superprofitten:

$$VNOA_0 = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{(p_f)} + \frac{ReOI_2}{(p_{2f})} + \frac{ReOI_3}{(p_{3f})} + \dots + \frac{ReOI_T}{(p_{Tf})} + \frac{CVT}{p_{Tf}}$$

Der p_f er (WACC) og CVT/p_{Tf} er lik $(ReOI_T + 1 / WACC - g)$.

Tall i 1000 NOK:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
OI	322092	509876	694027	874238	1046237	1218282	1388822	1555933	1717236	1869786
NOA	19631896	20451500	21292859	22155856	23040331	23946076	24872836	25820307	26788137	27775922
RNOA	0,016	0,026	0,034	0,041	0,047	0,053	0,058	0,063	0,067	0,070
Endring NOA	-343951	819603	841359	862998	884475	905745	926760	947471	967830	987785
Fri kontantstrøm	666043	-309727	-147332	11241	161762	312538	462062	608461	749406	882001
REOI	-996313,7	-785829	-655772,1	-531090	-416049	-302379	-191619	-85674	13096	101769
Nåverdi ReOI	-934628	-691534	-541354	-411282	-302245	-206067	-122501	-51380	7368	53709
WACC		6,6 %								
Fremtidig vekst		5,5 %								
Nåverdi		-3199915								
Nåverdi CV		4832215								
NOA		19631896								
Selskapsverdi		21264196								
NFO		15651926								
Verdi på egenkapital		5612270								
Gj.snittlig Antall aksjer i 1000		91 038								
Verdi i kr pr aksje		61,6								

Tabell 34 - Beregning av aksjeverdi

Ved beregningene for superprofitt fra drift holdes variablene som inngår i selskapets gjennomsnittlige vektete avkastningskrav konstant gjennom hele perioden frem til "steady state". Dermed oppstår det ingen variasjon i WACC gjennom analyseperioden som jeg beregnet til å være 6,6%. Weston (1963) kritiserte studier som viste at kostnaden på kapital ikke ble påvirket av kapitalstrukturen til virksomheten, og støtter med sin teori at verdien er knyttet til belåningsgrad i sin empiriske studie. Jeg velger ved å holde WACC konstant å se bort i fra dette faktum i mine beregninger, men er klar over at selskapet sannsynligvis i budsjettperioden kommer til å endre sin kapitalstruktur, noe som i realiteten vil endre avkastningskravet. Med denne forutsetningen blir derfor beregningen ikke helt korrekt. En annen mulig feilkilde som også ble tematisert i artikkelen "*Valg av verdsettelsesmodell*" av Frøystein Gjesdal (2012) der det hevdes av superprofitten kan bli overvurdert om regnskapsføringen er gjort forsiktig. I så fall kan de bokførte verdiene mine være for lave noe som slår ut i en overvurdert superprofitt.

Mine beregninger gir en verdi på 61,6 kr per aksje.

14. Komparativ verdsettelse

Metoden komparativ verdsettelse er en simplere metode som krever mindre informasjon enn det som skal til for å gjennomføre den fundamentale analysen som ble beregnet tidligere i oppgaven (Penman, 2010).

Penman (2010) foreslår en tre stegs metode for å gjennomføre analysen av sammenlignbare selskap:

- **Identifisere passende komparative selskap**
- **Identifiser verdier som kan brukes som sammenlikningsgrunnlag for analyse blant selskapene**
- **Beregnet gjennomsnitt av de analyserte multiplene og anvend dem til å beregne det aktuelle firmaets verdi**

Når det gjelder å velge selskap som skal være med i sammenlikningsgrunnlaget har jeg tidligere presentert selskapene Farstad Shipping ASA og Solstad Offshore ASA, det faller dermed naturlig å bruke dem videre i analysen siden de er innenfor samme bransje og er notert på Oslo Børs.

I forbindelse med analysen ønsker jeg og se nærmere på følgende multipler:

- **P/E (Price to earnings)**
- **P/B (Price to book ratio)**
- **P/S (Price to sales ratio)**

Der:

P = Aksjepris

E = Resultat fra regnskap

B = Verdi på balanseført egenkapital per aksje

S = Salgsinntekt per aksje

For å kunne regne ut P/E er man avhengig av at selskapene kan vise til et positivt årsresultat. DOF ASA hadde et negativt årsresultat i 2010, og det vil ikke være mulig å bruke denne multiplikatoren videre i mine beregninger av aksjeverdien i følge Penman (2010).

Ved beregning av P/B multiplikatoren er jeg ikke avhengig av et positivt årsresultat. Modellen forutsetter derimot at selskapene som sammenlignes, bruker samme regnskapsstandard noe som er tilfellet blant mine analyseenheter. Dessuten egner P/B multiplikatoren seg godt for selskap som har store verdier på sine eiendeler som også er tilfellet blant selskapene i min analyse. Problemet med P/S multiplikatoren er at den kan gi et unøyaktig svar siden den kun fanger opp salgsinntekter og ikke vektlegger virksomhetens kostnader (Damodaran, 2002).

Jeg beregner dermed ut P/S og P/B der verdiene som brukes i beregningene er basert på tall hentet fra årsrapportene for år 2010.

Selskap	Sales	Book value	Marked value	Price/Sales	Price/Book
FARSTAD ASA	3 357 109 000	14570548000	6825000000	2,03	0,46841066
SOLSTAD ASA	2 616 866 000	15566404000	4360392788	1,67	0,28011561
Gj. Snitt				1,85	0,37426314

Tabell 35 -Beregning P/S og P/B for bransjen.

Kilde: (DOF ASA, Farstad ASA, Solstad Offshore ASA - Årsrapport 2010)

Den estimerte aksjeverdien kommer jeg frem til ved å multiplisere den beregnede multiplikatoren for P/B med balanseført egenkapital hos DOF ASA og deretter dividere tallet med antall aksjer i selskapet.

$$(0,374 \times 27052503000) / (91037975) = 111,21 \text{ kr}$$

Beregningene gav en estimert aksjeverdi for DOF ASA lik 111,21 kr.

Aksjeverdien beregnet ved hjelp av P/S multiplikatoren fremkommer ved å multiplisere P/S med salgsinntektene til DOF ASA for deretter å dividere med antall aksjer i selskapet.

$$(1,84 \times 5462045000) / (91037975) = 110,97 \text{ kr}$$

Beregningene gav en estimert aksjeverdi for DOF ASA lik 110,97 kr.

Gjennomsnittet av disse to estimatene gir en estimert verdi på 111 kr per aksje.

Modellene jeg har brukt i den komparative analysen fungerer som individuelle indikatorer og vil ikke påvirkes av hverandre. Jeg fikk ikke vurdert aksjeverdien ut ifra P/E multiplikatoren på grunn av selskapets negative årsresultat i 2010, noe som fører til at jeg må tolke resultatene ut ifra et mindre analyse grunnlag av selskapets aksjeverdi som består av de to beregningene jeg gjennomførte. Konklusjonen er basert på gjennomsnittet av verdiene som ble avdekket gjennom den komparative analysen og gir DOF ASA en aksjeverdi på 111kr.

Penman (2010) forklarer at den komparative analysen er basert på sammenligning av selskap som i realiteten ofte ikke er helt identiske. Dette kan føre til at beregningene ikke fanger opp de forhold som er viktige for å verdsette et selskap. Analysen mangler det fundamentale elementet som beskriver verdien uavhengig av markedets prissetting.

15. Estimerte aksjeverdier sammenlignet med børsverdi for DOF den 30. desember 2010

Masteroppgaven har gått ut på å verdsette selskapet DOF ASA den 31. desember 2010 basert på offentlig informasjon fra selskapets årsregnskap samt andre interne og eksterne forhold som jeg antar vil ha effekt på selskapets verdi. Jeg har tatt i bruk ulike analyser og vil sammenligne mine estimer med DOF aksjen som ble omsatt til en verdi pålydende 49,38 kr den 30. desember 2010 på Oslo Børs. Antall aksjer i selskapet på dette tidspunktet er 91 037 975 (DOF ASA- Årsrapport 2010). Min verdsettelse er en noe forenklet fremstilling som baserer seg på fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse, der jeg har brukt informasjon og teori samt egne forutsetninger i mine analyser. Mine verdsettelsesmetoder klarer ikke å fange opp alle faktorer som kan ha innvirkning på en selskaps aksjeverdi, fordi det i realiteten er en meget kompleks prosess som er med på å påvirke en aksjes verdi. Det er derfor ikke unaturlig at min verdi skiller seg noe ifra den reelle verdien som aksjen omsettes for i markedet. Basert på den informasjonen jeg har hatt til rådighet og mine beregninger, gir verdien jeg har kommet frem til en pekepinn på hva aksjens verdi bør være.

Resultatet fra min komparative analyse ga en aksjeverdi på 111 kr mens den fundamentale analysen ga en estimert verdi på 61,6 kr. Verdien på beregningene mine skiller seg fra børskursen. En mulig årsak kan være at markedet ikke har tatt høyde for og sett verdien av det fremtidige inntjeningspotensialet hos DOF ASA som jeg har avdekket ved mine beregninger ved den fundamentale verdsettelsen. Det kan også tenkes at den komparative analysen er for simpel, da den i stor grad er basert på forhold hos selskapene i bransjen, og mangler viktige elementer som den fundamentale verdsettelsen fanger opp. En mulig feilkilde som også bør tas i betraktning er at jeg som ekstern analytiker gjennom oppgaven kan ha konkludert og tatt valg som har vært for optimistiske/negative, slik at min tilnærming i analysen har hatt effekt på verdivurderingen slik at den skiller seg fra hvordan markedet vurderer aksjen.

Ut ifra mitt arbeid som har vært å verdsette DOF ASA i denne masteroppgaven, vil jeg nå sammenfatte de estimerte verdiene som jeg har beregnet i mine analyser og komme med en konklusjon på verdien av selskapets aksje.

16. Handlingsplan

Jeg tar utgangspunkt i den gjennomsnittlige beregnede verdien fra den komparative analysen, samt verdien fra den fundamentale analysen for å komme med min verdsettelse. Jeg vekter den komparative verdsettelsen med $\frac{1}{3}$ på grunn av dens mulige svakheter og den fundamentale verdsettelsen som er basert på flere faktorer med $\frac{2}{3}$ noe som gir en verdi på 78 kr per aksje. Basert på mine estimer er min vurdering at aksjen er undervurdert i dagens marked og at det fortsatt er potensial i aksjen slik at et kjøp fra dagens verdi på 49,38 kr og opp til 78 kr kan anbefales.

17. Konkluderende kommentarer

Avslutningsvis vil jeg komme med mine tanker og vurderinger i ettertid av verdsettelsen av DOF ASA. Selve prosessen med å vurdere verdien til et selskap har vært mer krevende enn det jeg på forhånd hadde forventet. Samtidig så føler jeg at jeg har klart å bygge på min kompetanse innenfor et spennende tema, som jeg mener er meget relevant i dag, hvor markedet oversvømmes av komplekse spareprodukter og lovnader om fantastisk avkastning på aksjeinvesteringer.

Et av mine mål for oppgaven var, å få et innblikk i hvordan man i praksis verdsetter et selskap og dens aksje. I realiteten viser det seg at å estimere en aksjes verdi er en svært kompleks prosess. Dette gjør arbeidet til verdsetteren svært komplisert, der ulike modeller ofte ikke klarer å fange opp alle relevante faktorer, noe som gjør at en verdsetting aldri vil bli perfekt. Man må som analytiker ta ulike forutsetninger underveis, og tilnærmingen er ofte basert på svært usikre forhold, samtidig som analyseteorien til tider kan være forenklet og urealistisk. Problematikken knyttet til usikkerheten ved verdianalyser har vi sett effekten av gjennom finanskrisen, som fikk negative følger for økonomien over hele verden. Ved å reflektere over det jeg har lært gjennom å skrive en masteroppgave med hovedfokus på verdsetting, og det faktum at prosessen er så kompleks som den i realiteten er, vil jeg nok være mer skeptisk rundt temaet i fremtiden. Noe som jeg ser på som en viktig lærdom å ta med seg. Tilnærmingen i beregningen av en aksjeverdi er basert på en rekke usikre forhold, slik at man aldri skal stole blindt på verdsettelsen. Samtidig må man se på verdsettelsesprosessen som en god pekepinn på hva som skaper verdi hos et selskap. Verdsettelse er og blir et viktig tema som vi baserer vår økonomi på, der man bør være klar over kompleksiteten og de negative sidene.

Valget av tema føler jeg på mange måter dekker kjernen i økonomi der jeg har fått muligheten til å gjennomføre verdsettelsesprosessen ved bruk av flere ulike metoder og teori i arbeidet med å estimere DOF ASA sin verdi. Min oppgave har vært å agere som en uavhengig analytiker for selskapet for å sikre en objektiv og kritisk analyse. DOF ASA er et stort konsern, og jeg mener det har vært et mer krevende selskap å verdsette enn små og oversiktligere selskap med mindre informasjon og poster i årsregnskapene sine. Postene i DOF ASA sin balanse har vært delt opp ulikt gjennom analyseperioden i regnskapene, samtidig som de også endret benevnning underveis, noe som førte til at jeg måtte undersøke de enkelte notene svært nøye for å kunne fremstille balansens poster konsistent gjennom

analyseperioden og dette tok mye tid. Dette gjaldt for såvidt også selskapene i bransjen som er med i sammenlikningsgrunnlaget. Å skrive oppgaven alene har medført at jeg måtte ta mine egne vurderinger og forutsetninger underveis og må stå for disse, noe som ville ha vært annerledes om jeg hadde skrevet en masteroppgave sammen med andre. Dermed kan min oppgave i realiteten være mindre objektiv enn en masteroppgave som er skrevet av flere personer. Da ville valg av teori og tilnærmingen ofte ha vært basert på grunnlag av flere synspunkt, noe som sannsynligvis hadde gitt et mer diversifisert preg på oppgaven der kritiske valg ville ha blitt drøftet mellom flere parter. Samtidig kan det i et samarbeid oppstå synergieffekter og en bedre vurderingsevne av kritiske temaer som drøftes, noe som vil være en fordel når man skriver en masteroppgave. Min verdsettelse er basert på grunnleggende teori og empiri fra økonomien gjennom min anvendelse av relevante analyser innenfor tema, slik at den estimerte verdien kan bli sett på som en indikator for hva selskapets aksje er verdt i markedet. Samtidig vil jeg påpeke det faktum at det aldri vil finnes en perfekt analyse.

Kilder

Internett

Det norske oljeselskap ASA: årsrapport 2010. Hentet 10. oktober 2011 fra:

<http://www.detnor.no/arsrapport/index.php#side3>

DOF – aksjonærer. Hentet 10. oktober 2011 fra:

http://www.dof.no/Files/Filer/DOF/PDF/financial_info/Q1Q4%2010%20Report/DOF_2010aarsrapport.pdf

DOF. ASA –Norskan Offshore Ltda. Hentet 16. februar 2012 fra:

<http://www.dof.no/NorSkan-Offshore-Ltda.-100.aspx>

DOF ASA -Publications. Hentet 6. oktober 2011, fra:

<http://www.dof.no/Publications-141.aspx>

DOF ASA – The board. Hentet 23.april 2012, fra:

<http://www.dof.no/The%C2%A0Board-609.aspx>

DOF ASA – The fleet. Hentet 6. oktober 2011, fra:

<http://www.dofman.no/The%20Fleet-310.aspx>

DOF ASA – The history. Hentet 6. oktober 2011, fra:

<http://www.dof.no/History-93.aspx>

DOF ASA – The management. Hentet 23.april 2012, fra:

<http://www.dof.no/The%C2%A0Management-616.aspx>

DOF ASA - Årsrapport 2010. Hentet 6. oktober 2011, fra:

http://www.dof.no/Files/Filer/DOF/PDF/financial_info/Q1Q4%2010%20Report/DOF_2010aarsrapport.pdf

DOF Management AS. Hentet 6.oktober 2011 fra:

<http://www.dofman.no/About%20us-385.aspx>

DOF - managementet. Hentet 6.oktober 2011 fra:

<http://www.dofman.no/Management-625.aspx>

DOF - stock information. Hentet 10. oktober 2011 fra:

http://www.dof.no/Stock_information-118.aspx

DOF Subsea.com. Hentet 16. februar 2012 fra:

<http://www.dofsubsea.com/en-US/About-US/History.aspx>

Erik W. Jakobsen (2011) *Kunnskaps-og innovasjonsdrevne endringer i maritim næring fra skipsfart til offshore*. Hentet 4. januar 2012 fra:

<http://etkunnskapsbasertnorge.files.wordpress.com/2010/09/en-kunnskapsbasert-maritim-nc3a6ring-c3a5lesund-11-mai-2011.pdf>

Farstad Shipping ASA, Årsrapport 2006-2010. Hentet 10. oktober 2011 fra:

<http://www.farstad.com/>

Norskan. Hentet 16. februar 2012 fra:

http://www.norskan.com.br/norskan/web/conteudo_eni.asp?idioma=1&conta=46&tipo=31377

MarinIt. Hentet 16. februar 2012 fra:

<http://www.marinit.no>

Norges Bank (2010) Nibor: *Diverse renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer, effektiv rente Nibor (3 måneder)*. Hentet 15. januar 2012 fra:

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-data/>

Norges Bank (2011) *Pengepolitisk rapport nr. 1- Mars 2011*. Hentet 20. februar 2012 fra:

http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf

Olje- og Energidepartementet (2010-2011) Oljemarkedet: *En næring for framtida – om petroleumsvirksomheten*. Hentet 16. april 2012 fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/sok.html?querystring=oljeprisutviklingen&id=87065>

Oslo Børs: *Daglige aksjekurser for Dof og Oslo Axess All-share index(OAAX)for 2010*.

Hentet 16. februar 2011 fra:

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=DOF&newt_menuCtx=1.1.20

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OAAX&newt_menuCtx=1.6.3

Norges Rederiforbund (15.11.2011). Internasjonal og nasjonal næringspolitikk: *Aktiv næringspolitikk gir resultater*. Hentet 4. januar 2012 fra:

<http://www.rederi.no/nrweb/cms.nsf/doc/F17BDB4540848D1CC1257862004EBE95>

Regjeringen. Finansdepartementet (2009-2010): *7 Risikofaktorer i aksje- og obligasjonsmarkedet*. Hentet 18. mai 2012 fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/7.html?id=599201>

Regjeringen. Olje-og energidepartement (2010-2011): *Olje-og gasspriser understøtter lønnsom aktivitet*. Hentet 17. april 2012 fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-28-2010-2011/3/1.html?id=649733>

Solstad Offshore ASA - Activities Today. Hentet 10. oktober 2011 fra:

<http://www.solstad.no/about-us/category7.html>

Solstad Offshore ASA - History. Hentet 10. oktober 2011 fra:

<http://www.solstad.no/history/category116.html>

Solstad Offshore ASA - Investor relations. Hentet 10. oktober 2011 fra:

<http://www.solstad.no/ir-market-charts/category271.html>

Statistisk Sentralbyrå (2011): *Konjunkturtendenser for Norge og utlandet*. Hentet 25. februar 2012 fra:

<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

Utenrikshandel, Statistisk sentralbyrå (2011). Hentet 16. april 2012 fra:

<http://www.ssb.no/emner/10/06/20/ogintma/tab-2011-10-07-07.html>

Andre Rapporter

Standard and Poor's. (2011)2010 Annual Global Corporate: *Default Study And Rating Transitions*. Hentet 18. mai 2012 fra:

<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245302234237>

Johnsen, T. (1996): *Avkastningskrav ved vurdering i statlig eiet forretningsdrift*. SNF-rapport 90/96

Årsrapport og Kvartalsrapport

DOF ASA - Kvartalsrapport 1/2011

DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010

Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006 - 2010

Solstad Offshore ASA - Årsrapport 2006 - 2010

Tabell

Tabell 1 - flåten. Hentet 6. oktober 2012 fra:

<http://www.dof.no/Publications-141.aspx> lastet 6.10.2011

Tabell 2 - aksjonærer. Hentet 10. oktober 2010 fra:

http://www.dof.no/20_largest_shareholders-123.aspx

Tabell 3 - Eksempel på VRIO analyse

Kilde: (Barney og Hesterly 2008)

Tabell 4 - Konklusjon VRIO analyse

Tabell 5 - Tabellert årsregnskap for selskapet 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007 - 2010)

Tabell 6 -Tabellert balanse for selskapets eiendeler for 2006-2010

Kilde: (DOF - Årsrapport 2006 - 2010)

Tabell 7 - Tabellert balanse for Selskapets eiendeler og gjeld for 2009-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010)

Tabell 8 - Selskapets endring i egenkapital for 2007-2010

Kilde: (DOF - Årsrapport 2007 - 2010)

Tabell 9 - Selskapets reformulerte resultatregnskap for 2007-2010

Kilde: (DOF - Årsrapport 2007 - 2010)

Tabell 10 - Selskapets omstrukturerte balanse for netto driftsrelaterte eiendeler 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007 - 2010)

Tabell 11 - Selskapets omstrukturerte balanse for netto finansielle eiendeler 2006-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010)

Tabell 12 - Selskapets alminnelige egenkapital for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2006 - 2010)

Tabell 13- Selskapets resultatregnskap oppdelt i normale og unormale poster 2007-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007 - 2010)

Tabell 14 - Beregning likviditetsgrad 1 for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2007-2010)

Tabell 15 - Beregning av likviditetsgrad 2 for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2007-2010)

Tabell 16 - Beregning av egenkapitalprosent for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2007-2010)

Tabell 17 - Beregning av rentedekningsgrad for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2007-2010)

Tabell 18 - Beregning av rentabilitet av drift for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2007-2010)

Tabell 19 - Rating på basis av 4 forholdstall

Kilde: (Knivsflå 2011)

Tabell 20 - Syntetisk rating basert på nøkkeltall for DOF ASA

Tabell 21 – Beregning av risikofri rente

Kilde: (Knivsflå 2011, Norges Bank)

Tabell 23 - Beregnet ROCE for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Tabell 24 - ATO for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA- Årsrapport 2006-2010)

Tabell 25 - Beregnet FLEV for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Tabell 26 - Beregnet SPREAD for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Tabell 27 - Beregnet ATO for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Tabell 28 - 1/ATO beregnet for DOF ASA og bransjen 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Tabell 29 - Beregnet PM for DOF ASA og bransjen for 2007-2010

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2007-2010)

Tabell 30 - Beregnet superprofitt for 2008-2010

Kilde: (DOF ASA – Årsrapport 2008-2010)

Tabell 31 - Endring i nøkkeltall for 2008-2010

Kilde: (DOF ASA - Årsrapport 2007-2010)

Tabell 32 - Selskapets estimerte profittmargin for 2011-2020

Tabell 33 - Selskapets estimerte fremtidsregnskap for 2011-2020

Tabell 34 - Beregning av aksjeverdi med superprofitt

Tabell 35 - Beregning P/S og P/B for bransjen

Kilde: (DOF ASA, Farstad Shipping ASA, Solstad Offshore ASA, Årsrapport 2010)

Figur

Figur 1 - Selskapets struktur. Hentet 6. oktober 2011 fra: DOF.ASA - Årsrapport 2010

Figur 2 - Direkte eiede datterselskaper. Hentet 6. oktober 2011 fra: DOF.ASA - Årsrapport 2010

Figur 3 - Selskapets aksjeutvikling i analyseperioden 2007-2010. Hentet 17. mars 2012 fra:

<http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>

Figur 4 - Utviklingen til oljeprisen. Hentet 23. april 2012 fra:

<http://www.detnor.no/arsrapport/index.php#side3>

Figur 5 - Oljeprisens utvikling, historisk og framover (faste dollar). Hentet 16. april 2012 fra:

Olje-og Energidepartementet (24.6.2011) *Oljeprisens utvikling...*

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/kampanjer/petroleumsmeldingen/figurer/figur-310---oljeprisens-utvikling.html?id=650042>

Figur 6 - Akkumulert vekst i oljeetterspørselen (basisår 2000). Hentet 16. april 2012 fra:

Olje-og Energidepartementet (24.6.2011) *En næring for framtida...*

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-28-2010-2011/3.html?id=649732PIRA>.

Figur 7 - Steg for fundamental verdsettelse

Figur 8 – SWOT analyse

Figur 9 - Rammeverk for regnskapsanalysen.

Kilde: (Knivsflå 2011)

Figur 10 - Rammeverk for risikoanalyse

Kilde: (Knivsflå 2011)

Figur 11 - Grafisk presentasjon av likviditetsgrad 1 for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 12 - Grafisk presentasjon av likviditetsgrad 2 for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 13 - Grafisk presentasjon av egenkapitalprosent for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 14 - Grafisk presentasjon av rentedekningsgrad for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 15 - Grafisk presentasjon av driftsrentabilitet for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 16 - Grafisk presentasjon av ROCE for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 17 - Grafisk presentasjon av RNOA for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 18 - Grafisk presentasjon av FLEV for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 19 - Grafisk presentasjon av SPREAD for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 20 - Grafisk presentasjon av ATO for DOF ASA og bransjen for 2007-2010.

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 21 - Grafisk presentasjon av 1/ATO for DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 22 - Grafisk presentasjon av profittmargin til DOF ASA og bransjen

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Figur 23 - Vekst i NOA for DOF ASA 2011-2020

Kilde: (DOF ASA, Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA - Årsrapport 2006-2010)

Forelesningsmaterieil

Knivsflå, Kjell H. (2011): Forelesningsplansjer BUS 424 *Strategisk regnskapsanalyse*.

Bergen: Norges Handelshøyskole

Bøker

Barney, J.B. and Hesterly, W.S. (2008). *Strategic management and competitive advantage: concepts and cases*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall

Bøhren, Øyvind og Michalsen, Dag (2010). *Finansiell Økonomi*. (3.utgave) Oslo: Fagbokforlaget

Brealey, Myers and Marcus (2007). *Fundamentals of corporate finance*. (5th Edition) New York: McGraw-Hill/Irwin

- Brealey, Myers and Allen (2006). *Corporate Finance*. (8th Edition) New York: McGraw-Hill/Irwin
- Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* (1.utgave) Oslo: Cappelen Akademisk Forlag
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2th Edition) New York: John Wiley & Sons
- Eklund, Trond og Knutsen, Knut (2011). *Regnskapsanalyse*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag
- Hoff, Kjell Gunnar, (2010). *Driftsregnskap og budsjettering*. (5.utgave) Oslo: Universitetsforlaget
- Koller, Tim, Goedhart, Marc and Wessels, David (2005). *Valuation, Measuring and Managing the value of Companies*. (Fourth Edition) Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kotler, Philip (2004). *Markedsføringsledelse*. (2.utgave, 1.opplag 2004) Oslo: Gyldendal Norsk Forlag
- Penman, Stephen H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (4th Edition) Boston: McGraw-Hill/Irwin
- Saunders, Anthony and Cornett, Marcia M. (2012). *Financial Markets and Institutions*. (5th Edition) New York: McGraw-Hill/Irwin
- Van Horne, James C. and Wachowicz, Jr., John M. (2008). *Fundamentals of Financial Management* (13th Edition) Harlow, Essex: Prentice-Hall, Inc.

Artikler

- Black, F., M. Jensen and Scholes, M. (1972). *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in M. Jensen, ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger, New York, 1972, 79-121
- Gjesdal, Frøystein (2012). *Valg av verdsettelsesmodell*. Magma Econas Tidsskrift for økonomi og ledelse. 2/2012, 22-23
- Gjesdal, Frøystein (2007). *Regnskapsanalyse: Omgruppering av resultatregnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Praktisk økonomi og finans. 2/2007, 4-18
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. American Economic Review. June 1958, 268
- Weston, J.F. (1963). *A Test of Capital Propositions*. Southern Economic Journal, October 1963, 105-112

Vedlegg beregning av Beta

Uke	Avkastning per uke for DOF ASA 2010 (rj)	Uke	Avkastning på marked per uke for OAAX 2010 (rm)
1	-0,005	1	0,00747
2	-0,0311	2	0,00516
3	-0,02455	3	-0,0204
4	0,03565	4	-0,0116
5	-0,0138	5	0,0055
6	0,0219	6	-0,013
7	0,0027	7	0,026
8	0,021	8	-0,0555
9	-0,016	9	0,02755
10	0,058	10	-0,0234
11	0,0374	11	-0,00894
12	-0,00929	12	0,01177
13	0,0339	13	0,0059
14	-0,0248	14	0,034
15	-0,0208	15	0,0021
16	0,0367	16	0,00377
17	-0,0114	17	-0,004
18	-0,08365	18	-0,0948
19	0,0357	19	0,0017
20	-0,0271	20	-0,057
21	0,1079	21	0,02028
22	-0,0186	22	-0,019
23	0,0449	23	0,0128
24	-0,0251	24	0,0055
25	0,0069	25	-0,0238
26	-0,052	26	-0,0225
27	0,027	27	0,03933
28	0,0188	28	-0,0058
29	-0,00467	29	-0,0023
30	0,02544	30	0,0243
31	0,0112	31	-0,0141
32	-0,00439	32	0,0045
33	-0,006735	33	0,000216
34	0,01327	34	-0,041127
35	0	35	0,0155
36	-0,0269	36	0,0499
37	-0,0486	37	0,01614
38	-0,0444	38	-0,004622
39	0,05345	39	
40	-0,009155	40	0,0103
41	0,011457	41	-0,00617

42	-0,0313	42	-0,0065
43	0,01143	43	0,00436
44	0,00227	44	0,0092
45	-0,0068	45	0,00839
46	0,0159	46	-0,0165
47	-0,0321	47	-0,0183
48	0,02337	48	0,0444
49	0,02503	49	0,0098
50	0,04337	50	-0,01384
51	0,006194	51	0,02816
52	0,010177	52	0,0201

Formel cov : $\text{cov}(r_j, r_m) / \text{var}(r_m) = B$

0,291191

Beta justert Merrill lynch: $B^* = (2/3) * B + (1/3) * 1$

0,52746